Makro i Rynek

Pracowite wakacje banków centralnych

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

czerwiec 2023

Millennium bank

Spis treści

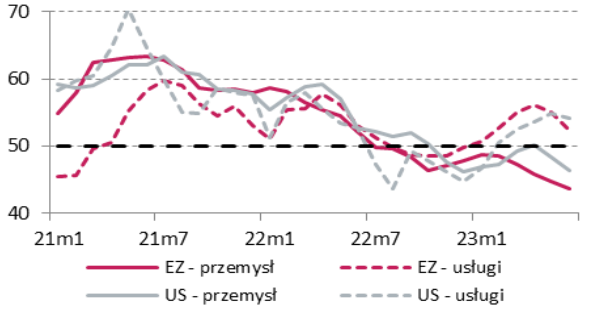
W skrócie	3
Gospodarka globalna	4-6
PKB w Polsce	7-10
Wymiana handlowa z zagranicą	11
Rynek pracy	12
Inflacja	13-14
Polityka pieniężna	15
Polityka fiskalna	16
Wybory parlamentarne w Polsce	17
Rynki finansowe EUR/PLN	18-19
Rynki finansowe EUR/USD	20
Rynki finansowe obligacje krajowe	21
Rynki finansowe obligacje bazowe	22
Dane i prognozy	23

W skrócie…

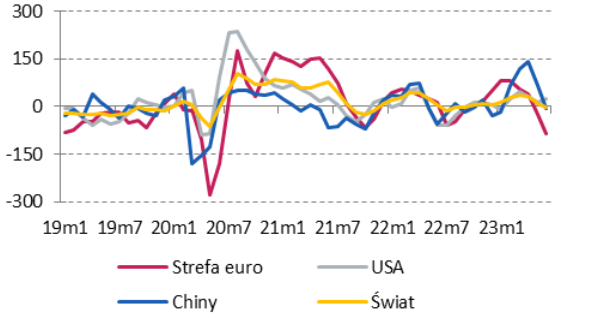
- W 2Q 2023 **pogorszyły się perspektywy przemysłu u najważniejszych partnerów handlowych Polski**. Uporczywa inflacja i odporność rynku pracy wspiera oczekiwania bardziej restrykcyjnej niż zakładaliśmy wcześniej polityki pieniężnej najważniejszych banków centralnych i utrzymywania się wysokich stóp procentowych przez dłuższy czas, utrudniając ożywienie w globalnym handlu. Odczuje to gospodarka strefy euro, a zwłaszcza Niemcy. Zmiany te, w naszej ocenie, oznaczają, że **wpływ koniunktury za granicą w nadchodzących kwartałach będzie dla polskiej gospodarki bardziej negatywny niż przyjęty w poprzedniej rundzie prognoz**.
- W 1Q 2023 r. dynamika PKB wyhamowała do -0,3% r/r z 2,3% r/r w 4Q 2022, co było wynikiem lepszym od oczekiwań. Spowolnienie gospodarki to w głównej mierze efekt kurczącej się konsumpcji prywatnej (-2,0% r/r), która cierpi ze względu na wysoką inflację oraz restrykcyjne warunki monetarne. **Dane za ostatnie miesiące wskazują jednak na stopniową odbudowę nastrojów konsumenckich i skłonności do bieżących zakupów**, co może być związane z wyhamowywaniem inflacji i poprawą realnej dynamiki dochodów, a dodatkowo wciąż niskim bezrobociem. Wydaje się więc, iż po negatywnym początku roku, perspektywy konsumpcji na kolejne kwartały stopniowo się poprawiają. Dane wysokiej częstotliwości za kwiecień i maj sugerują, iż w 2Q gospodarka zapewne skurczy się względem poprzedniego kwartału. Roczna dynamika PKB powinna być zbliżona do zera (-0,1% r/r), choć utrzymanie negatywnych trendów w konsumpcji przesuwa ryzyka w kierunku słabszego wyniku. **Perspektywy polskiej gospodarki na cały 2023 r. nie uległy istotnym zmianom w stosunku do poprzedniego raportu**. Wyniki za 1Q okazały się co prawda lepsze od oczekiwań, jednak pogorszenie w globalnym przemyśle, a także bardziej uporczywa inflacja będą ograniczały skalę odbudowy wzrostu. W rezultacie tylko nieznacznie zrewidowaliśmy prognozę dynamiki PKB do 0,9% w tym roku z 0,7% prognozowanych dotychczas.
- **Inflacja mierzona wskaźnikiem CPI oddala się od szczytu nieco szybciej niż oczekiwaliśmy w poprzednim raporcie**, głównie ze względu na silniejsze ustępowanie szoków na rynku paliw i surowców energetycznych. Bardziej uporczywa jest natomiast inflacja bazowa, która w maju wyniosła 11,5% r/r, obniżając się o zaledwie 0,8 pkt. proc. względem szczytu z marca br. **Dezinflacja pozostaje bazowym scenariuszem na kolejne kwartały**. O ile kolejne miesiące przyniosą dość szybkie zejście wskaźnika CPI do poziomów jednocyfrowych (zapewne już we wrześniu br.), to **osiągnięcie celu inflacyjnego pozostaje odległą perspektywą**. Niskie bezrobocie, rosnące koszty pracy, perspektywa odbudowy konsumpcji prywatnej w wyniku poprawy dochodów rozporządzalnych, wsparta ekspansywną polityką fiskalną będą utrwalały lepkość inflacji bazowej, szczególnie cen usług.
- W 2Q 2023 RPP zgodnie z oczekiwaniami utrzymywała nastawienie „wait-and-see", nie kończąc formalnie obecnego cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Jednocześnie rynki finansowe obniżyły względem marca br. wycenę poziomu stóp procentowych na koniec 2023 r. o 0,25 pkt proc. (obecnie ok. 6,00%). W naszej ocenie aktualny scenariusz makroekonomiczny, szczególnie niskie bezrobocie, umiarkowana skala spowolnienia wzrostu gospodarczego, a także ekspansywna polityka fiskalna nie uzasadniają szybkich obniżek stóp procentowych. Zakładamy, że łagodzenie polityki pieniężnej rozpocznie się w roku 2024. Oczekiwania co do terminu i skali pierwszej obniżki stóp procentowych obarczone są dużą niepewnością. **Nie wykluczamy, że wobec spadku inflacji do jednocyfrowych poziomów może znaleźć się większość w Radzie do decyzji o obniżce stóp jeszcze przed (wrzesień, październik br.) wyborami parlamentarnymi w tym roku**.
- Od połowy kwietnia złoty znajduje się w silnym trendzie umocnienia i przoduje we wzroście wartości do euro spośród walutom tej części Europy, a momentami całego koszyka *emerging markets*. **W naszej ocenie zmaterializowały się jednak główne czynniki mogące wspierać wartość złotego.** O ile zatem w krótkim terminie dostrzegamy możliwość ataku na poziom 4,40 tak w kolejnych miesiącach spodziewamy się niewielkiego ruchu wzrostowego pary EUR/PLN (4,50 na koniec roku).

Gospodarka globalna - Zacieśnianie polityki pieniężnej i wysoka inflacja coraz silniej oddziałują na aktywność gospodarczą na świecie

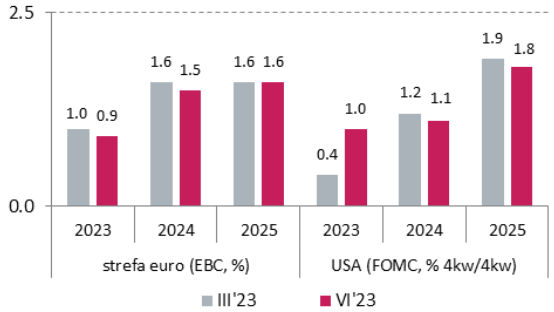
Indeksy PMI dla przemysłu i usług w strefie euro oraz USA (pkt)



Indeks zaskoczeń gospodarczych Citi (pkt)



Rewizja prognoz PKB banków centralnych

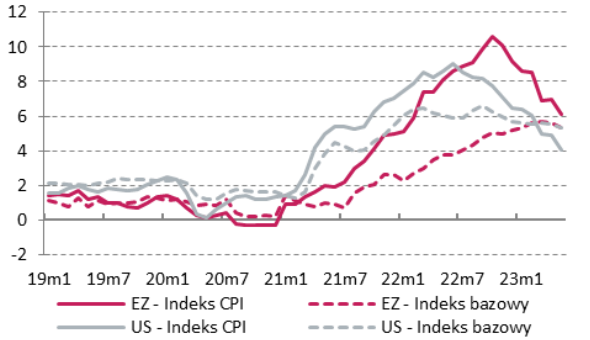


- 2Q 2023 był okresem pogłębienia różnicy między koniunkturą w przemyśle i usługach na świecie. W strefie euro indeks PMI dla usług wyniósł między kwietniem a czerwcem średnio 54,6 pkt wobec 52,8 pkt w 1Q 2023 potwierdzając solidne ożywienie w tym sektorze, które było efektem odrabiania zaległości po pandemii, a także korzystnej sytuacji na rynku pracy. Szybkie i silne zacieśnianie polityki pieniężnej na świecie ograniczające globalną wymianę handlową osłabiało jednak kondycję przemysłu. Indeks PMI dla tego sektora w strefie euro spadł w 2Q 2023 średnio do 44,7 pkt z 48,2 pkt w 1Q, a więc oddalił się od neutralnego poziomu 50 pkt. W szczególności odczuwa to gospodarka niemiecka, która w I poł. br. zapewne znalazła się w recesji. Prognoza Europejskiego Banku Centralnego wskazuje natomiast na wzrost PKB w Eurolandzie w 2Q 2023 o 0,3% kw/kw po wzroście o 0,1% kw/kw w 1Q, aczkolwiek w naszej ocenie ryzyka dla tych oczekiwań są skierowane w dół. Według szacunku oddziału Fed w Atlancie wzrost PKB w USA w 2Q 2023 przyspieszył natomiast do 1,9% kw/kw (SAAR) z 1,3% kw/kw w 1Q, a bieżące dane wskazują, że gospodarka chińska po wzroście aż o 2,2% kw/kw w 1Q 2023, gdy odbudowywała się po zniesieniu obostrzeń epidemicznych, znacząco spowalnia w warunkach słabnącego popytu z kraju i z zagranicy.
- Dane, które napłynęły w 2Q 2022 nie wpływają znacząco na prognozy globalnego wzrostu, aczkolwiek pogorszyły się perspektywy przemysłu u najważniejszych partnerów handlowych Polski. Zmiany te, w naszej ocenie, oznaczają, że wpływ koniunktury za granicą w nadchodzących kwartałach będzie dla polskiej gospodarki bardziej negatywny niż przyjęty w poprzedniej rundzie prognoz. Co prawda, dla krajów rozwiniętych po słabej I poł. 2023 r. nadal oczekuje się odbicia aktywności gospodarczej (wraz z zanikaniem szoku w cenach surowców na rynkach światowych i poprawą dochodów w ujęciu realnym), aczkolwiek polityka pieniężna na świecie, będzie bardziej restrykcyjna niż zakładaliśmy wcześniej. Ponadto, uporczywość inflacji i odporność rynku pracy przemawiają za oczekiwaniami utrzymywania się wysokich stóp procentowych przez dłuższy czas, utrudniając ożywienie w globalnym handlu. Odczuje to gospodarka strefy euro, a zwłaszcza Niemcy, dla których, jak wskazują dużo słabsze od oczekiwań dane PMI i Ifo za czerwiec br., nasilają się ryzyka dla spadku PKB w całym 2023 r. W przypadku Stanów Zjednoczonych utrzymują się natomiast oczekiwania „miękkiego lądowania" (tj. uniknięcia recesji) w tym cyklu. Gospodarka Chin powinna powoli rosnąć, choć efekt odbicia po pandemii już minął i głównym determinantem koniunktury będzie słabszy od oczekiwań popyt z kraju i z zagranicy. Aktywność gospodarcza na świecie w środowisku wysokich stóp proc. jest obarczona wysoką niepewnością. Ponadto w Europie ryzyko nadal dotyczy cen i dostępności gazu ziemnego w okresie grzewczym, choć wydaje się ono już mniejsze niż rok temu.

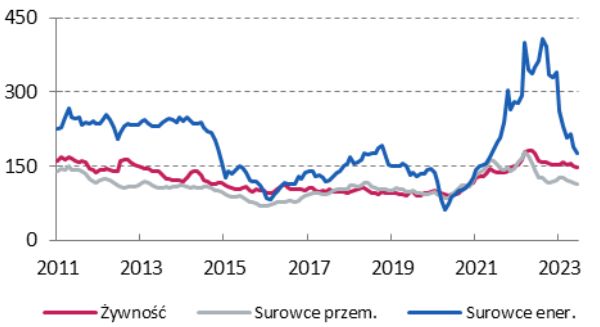
Źródło: Macrobond, EBC, Fed

Gospodarka globalna - Wysoka inflacja będzie obniżała się powoli, z powodu ciasnego rynku pracy

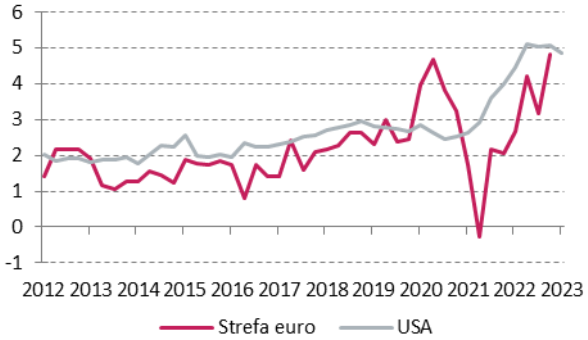
Inflacja w USA i strefie euro (% r/r)



Indeksy cen surowców wg HWWI (2020=100)



Indeks kosztów pracy (sa, % r/r)

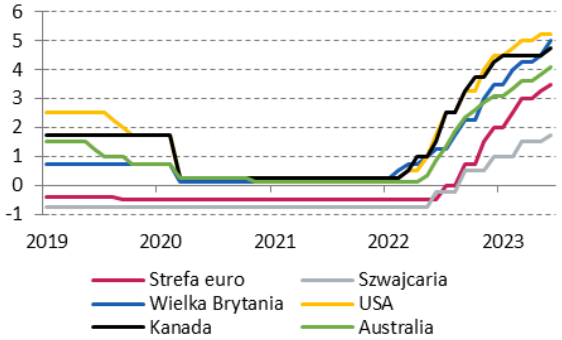


- Prognozy inflacji konsumenckiej w największych gospodarkach nie uległy w 2Q 2023 istotnym rewizjom. Zmieniają się jednak oczekiwania dotyczące siły oddziaływania niektórych determinantów inflacji. Dane wskazują, że w 2Q 2023 dalej obniżały się ceny surowców na świecie. Zbiorczy indeks cen żywności opracowywany przez HHWI (Hamburski Instytut Gospodarki Światowej) był w okresie kwiecień-czerwiec br. średnio o 16,1% niższy niż w 2Q 2022, indeks cen surowców przemysłowych o 19,8%, a indeks cen surowców energetycznych o 49,3%. Dezinflacji sprzyjała dalsza poprawa sytuacji w łańcuchach dostaw, a koszty frachtu morskiego były znacznie niższe niż przed rokiem. Wpływ tych czynników najwyraźniej odzwierciedlają dane o inflacji cen produkcji (PPI), która w strefie euro w kwietniu wyniosła 1,0% r/r wobec 24,5% r/r w grudniu 2022 r. Podobną wartość indeksu PPI odnotowano w maju dla USA (+1,2% r/r), natomiast w Chinach miał w maju miejsce spadek cen producentów aż o 4,6% r/r.
- Tendencje w cenach energii i produkcji wsparły w 2Q 2023 obniżenie się inflacji cen konsumentów. W strefie euro wyniosła ona w kwietniu i maju br. średnio 6,7% r/r wobec 8,0% r/r w 1Q 2022. W maju w Stanach Zjednoczonych inflacja CPI obniżyła się natomiast do 4,0% r/r, a w Chinach wyniosła tylko 0,2% r/r. O ile inflacja cen związanych z czynnikami podażowymi szybko się obniża to inflacja bazowa w gospodarkach rozwiniętych pozostaje uporczywa. W strefie euro w kwietniu wyniosła ona 5,4% r/r i była tylko nieznacznie niższa od historycznego szczytu wynoszącego 5,7% r/r. Podobnie w USA bazowy wskaźnik CPI wyniósł w maju 5,3% r/r wobec 5,7% r/r na koniec 2023 r. Uporczywość inflacji bazowej w gospodarkach rozwiniętych należy wiązać z dobrą koniunkturą w usługach odczuwających pozytywne skutki ożywienia po pandemii oraz z bezrobociem zbliżonym do najniższych danych w historii. W takich warunkach dynamicznie rosną koszty pracy, co zmienia strukturę inflacji z napędzanej przez ceny surowców na podnoszone przez koszty zatrudnienia i słabą produktywności pracy.
- Prognozy wskazują, że o ile inflacja konsumencka będzie się nadal obniżać, to po pełnym wygaśnięciu wpływu szoków podażowych o kolejne spadki będzie coraz trudniej, z powodu kosztów pracy i prawdopodobnie poprawiającego się popytu wspieranego rosnącymi w ujęciu realnym płacami. Stąd perspektywa obniżenia się inflacji do celów banków centralnych jest odległa, a władze monetarne w wielu krajach pozostają zdeterminowane do obniżenia inflacji, tym bardziej, że popyt na pracę zaskakuje odpornością na dotychczasową skalę i tempo zacieśniania polityki pieniężnej.

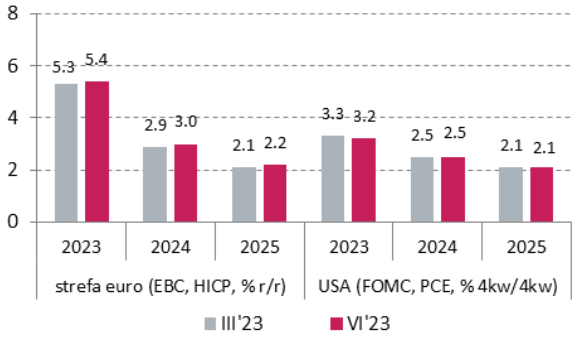
Źródło: Macrobond

Gospodarka globalna - Banki centralne w gospodarkach rozwiniętych nadal walczą z uporczywą inflacją

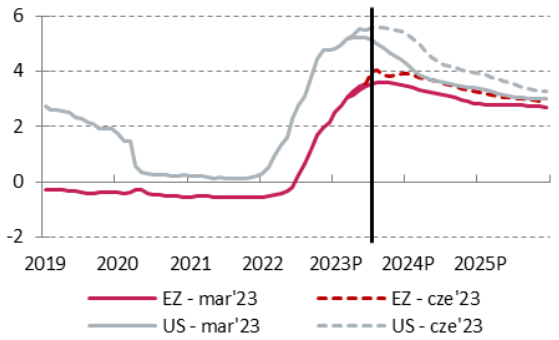
Podstawowe stopy procentowe (%)



Prognozy inflacji konsumenckiej (% r/r)



Oczekiwania rynkowe dotyczące stóp procentowych (%)

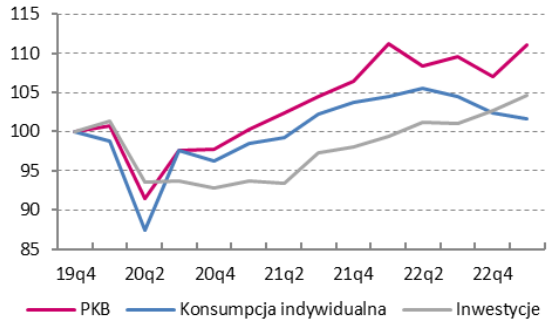


- W 2Q 2023 obniżyły się ryzyka dla gospodarki światowej związane z sytuacją w amerykańskim sektorze bankowym i problemami szwajcarskiego banku Credit Suisse, który w czerwcu br. został formalnie przejęty przez UBS. W takich warunkach oraz wobec perspektyw nadal wysokiej inflacji bazowej i szybkiego wzrostu płac niektóre banki centralne kontynuowały zacieśnianie polityki pieniężnej. W maju i czerwcu br. Europejski Bank Centralny podnosił stopy procentowe o 0,25 pkt proc., w efekcie czego stopa depozytowa wzrosła do 3,50%. Amerykańska Rezerwa Federalna natomiast po podwyżce w maju o 0,25 pkt proc. zadecydowała na posiedzeniu w czerwcu o utrzymaniu stóp procentowych w przedziale 5,00-5,25%, zapowiadając dalszy wzrost stóp procentowych w tym cyklu łącznie o 0,50 pkt proc. Banki centralne w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych, podobnie jak w innych gospodarkach rozwiniętych, utrzymują jastrzębią retorykę. W innym kierunku podąża bank centralny Chin, który wobec słabnącej aktywności gospodarczej złagodził w czerwcu br. politykę pieniężną.
- Informacje z ostatnich trzech miesięcy wpłynęły na zmianę rynkowej wyceny stóp procentowych w przyszłości, zarówno w strefie euro, jak i w USA. Obecnie rynki zakładają, że w tym cyklu Europejski Bank Centralny podniesie stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. na posiedzeniu w lipcu br. oraz przypisują prawdopodobieństwo ponad 50% podwyżce we wrześniu. Gdyby zrealizowała się podwyżka po wakacjach to stopa depozytowa osiągnęłaby poziom 4,00%. Natomiast w przypadku Stanów Zjednoczonych rynki finansowe wyceniają, że Fed dokona jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych o 0,25% osiągając poziom 5,25-5,50%, który miałby utrzymywać się przez dłuższy czas niż zakładano wcześniej (największe prawdopodobieństwo przypisywane jest stabilizacji do końca br.).
- Naszym zdaniem bilans czynników ryzyka dla wycenianych przez rynki ścieżek stóp procentowych jest w perspektywie najbliższych miesięcy skierowany w górę. Warto zauważyć, że banki centralne Australii i Kanady wznowiły ostatnio cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Ponadto Bank Anglii podniósł w czerwcu stopy o 0,50 pkt proc., a więc w większej skali niż przed miesiącem. Wskazuje to, że banki centralne w krajach rozwiniętych są zdeterminowane do sprowadzenia inflacji do celu i będą oczekiwać na przekonujące dane o trwałości procesów dezinflacyjnych, zwłaszcza ze strony inflacji bazowej. W naszej ocenie zwiększa to ryzyko dla krajów rozwiniętych wpadnięcia w recesję w horyzoncie kilku kwartałów. W dalszej perspektywie oznaczałoby to jednak szybsze niż obecna wycena rynkowa zejście do niższych stóp proc. na świecie.

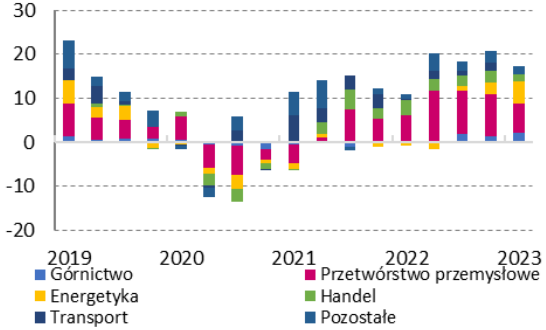
Źródło: Macrobond, EBC, Fed, Refinitiv Datastream

PKB w Polsce - Spożycie indywidualne wciąż na wstecznym biegu, natomiast w 1Q 2023 pozytywnie zaskoczyły inwestycje w środki trwałe. Odbudowa koniunktury w II poł. tego roku pozostaje scenariuszem bazowym.

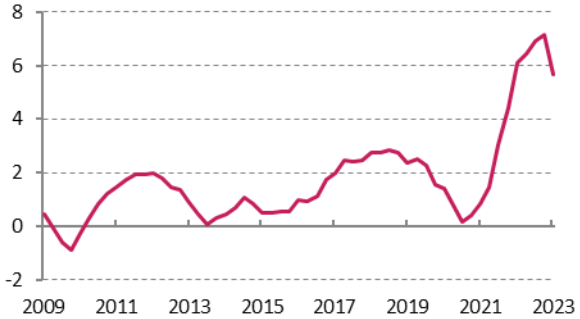
PKB i główne jego komponenty (4Q 2019=100, dane odsezonowane)



Struktura inwestycji przeds. niefinansowych (nominalnie, firmy średnie i średnie)



Zmiana zapasów (suma krocząca 4Q, % PKB)

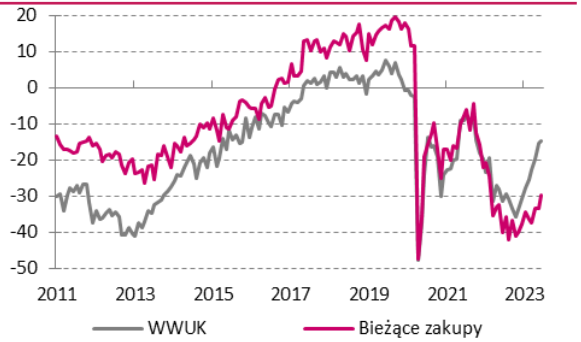


- 1Q 2023 r. przyniósł wyhamowanie dynamiki PKB do -0,3% r/r z 2,3% r/r w 4Q 2022, co było wynikiem lepszym od oczekiwań. Co ciekawe, w ujęciu kw/kw gospodarka urosła aż o 3,8% (dane odsezonowane) wobec spadku o 2,3% kw/kw w 2Q 2022, co oznacza to, że po 1Q br. PKB jest wyższe o 11,1% względem 4Q 2019. Jest to jeden z najlepszych wyników spośród krajów UE. To spora niespodzianka względem danych wysokiej częstotliwości, której głównym źródłem był silny wzrost spożycia publicznego, a w mniejszym zakresie przyrost inwestycji w środki trwałe. Należy zwrócić uwagę na wysoką zmienność odsezonowanych danych kwartalnych, co utrudnia precyzyjną ocenę rozpędu polskiej gospodarki.
- Spowolnienie gospodarki to w głównej mierze efekt kurczącej się konsumpcji prywatnej (-2,0% r/r), która cierpi ze względu na wysoką inflację oraz restrykcyjne warunki monetarne. Silnie negatywny wpływ na wynik PKB miała zmiana zapasów, której wkład był ujemny i wyniósł aż 4,1 pkt. proc. Ujemny wkład zapasów neutralizowany był natomiast przez dodatni wkład eksportu netto.
- Wyhamowanie konsumpcji dotyczy szczególnie towarów, co widoczne było w głębokich spadkach sprzedaży detalicznej. Częściowo to jednak efekt wysokiej bazy odniesienia i wybicia konsumpcji w ubiegłym roku, po wybuchu wojny w Ukrainie. Nieco lepiej kształtuje się sprzedaż usług, których wzrost wciąż wspierany jest zniesieniem pandemicznych obostrzeń. Pozytywnie zaskoczyły inwestycje w środki trwałe, które w 1Q 2023 wzrosły realnie o 5,5% r/r. Co istotne, rosły nie tylko inwestycje infrastrukturalne (współfinansowane ze środków poprzedniej perspektywy finansowej UE), ale też inwestycje w maszyny i urządzenia oraz środki transportu. W grupie firm zatrudniających co najmniej 50 osób ich dynamika nominalna wyniosła odpowiednio 13,7% r/r oraz 23,3% r/r, a najbardziej aktywne w tym zakresie były duże firmy. Co ciekawe, najsilniej rosły inwestycje firm krajowych prywatnych (+18,8% r/r nominalnie). W ujęciu branżowym warto zwrócić uwagę, iż w ostatnich dwóch kwartałach wyraźny wkład w inwestycje firm miał sektor energii. Stopa inwestycji rozumiana jako udział rocznych nakładów na środki trwałe w PKB w dalszym jednak ciągu utrzymuje się na historycznie niskich poziomach i po marcu wyniosła 16,6%.

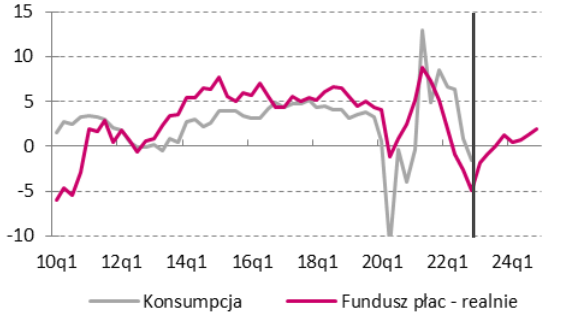
Źródło: Macrobond, Pontinfo

PKB w Polsce - Dane wysokiej częstotliwości sygnalizują zbliżającą się odbudowę konsumpcji, w ślad za dalszym wyhamowywaniem inflacji i utrzymaniem dobrej sytuacji na rynku pracy

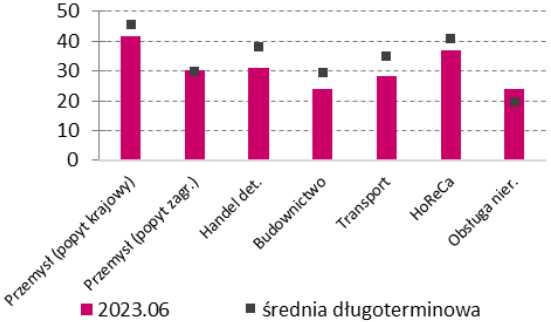
Nastroje konsumentów (pkt.)



Fundusz płac i realna konsumpcja gosp. domowych (% r/r)



Niedostateczny popyt jako bariera działalności gospodarczej (% firm ogółem)



- Wysoka inflacja i wywołany nią spadek realnej wartości dochodów rozporządzalnych negatywnie wpływają na nastroje gospodarstw domowych i konsumpcję prywatną, co szczególnie wyraźnie widać w statystykach sprzedaży detalicznej. Dane za ostatnie miesiące wskazują jednak na stopniową odbudowę nastrojów konsumenckich i skłonności do bieżących zakupów, co może być związane z wyhamowywaniem inflacji i poprawą realnej dynamiki dochodów, a dodatkowo wciąż niskim bezrobociem. Dodatkowe wsparcie konsumpcji przyszło ze strony transferów społecznych oraz zwrotów podatku PIT (ok. 27 mld PLN). Odbudowały się także kredyty na cele konsumpcyjne. Wydaje się więc, iż po negatywnym początku roku, perspektywy konsumpcji na kolejne kwartały stopniowo się poprawiają. Tym bardziej, że spodziewany spadek inflacji będzie sprzyjał dalszej dobudowie realnej dynamiki wynagrodzeń, która pod koniec tego roku będzie już dodatnia.

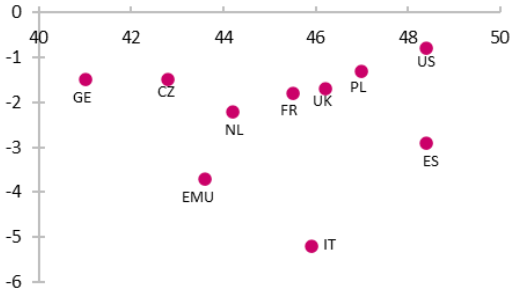
- Odrodzenie konsumpcji wspierać będzie także ekspansywna polityka fiskalna i zapowiedź kolejnych transferów społecznych m.in. (waloryzacja świadczenia 500+, ewentualne podniesienie kwoty wolnej od podatku). Ich efekt widoczny będzie jednak głównie w roku 2024. W tym samym kierunku działać będzie zapowiedziany przez rząd wzrost płacy minimalnej, a także ewentualne przedłużenie wakacji kredytowych. Według zapowiedzi premiera Morawieckiego płaca minimalna w 2024 r. wzrośnie do 4300 PLN z 3490 PLN obecnie. W ujęciu nominalnym oznaczałoby to wzrost o niemal 20%, natomiast przy prognozowanej inflacji na przyszłym rok implikowałoby to realną dynamikę wynagrodzeń na poziomie ok. 13-14%! To niewątpliwie wsparcie konsumpcji, ale jednocześnie utrwalenie presji cenowej na podwyższonym poziomie.

- Dlatego też otwartym pytaniem pozostaje, czy skala dotychczasowego ograniczenia konsumpcji prywatnej będzie wystarczająca do takiego ograniczenia popytu, dzięki któremu uda się opanować napięcia inflacyjne i sprowadzić inflację do celu NBP. Patrząc na wyniki badań koniunktury uwagę zwraca fakt, iż pomimo wyraźnego wyhamowania gospodarki, przedsiębiorstwa ze znacznej części sektorów nie postrzegają braku popytu jako dominującą barierę rozwoju działalności gospodarczej. Zarówno w przemyśle, handlu detalicznym, jak i znacznej części sektora usługowego odsetek firm, dla których brak popytu stanowi barierę rozwoju jest obecnie niższy od długoterminowej średniej. Może to sugerować, iż firmy wciąż mają przestrzeń do przerzucania rosnących kosztów produkcji na ceny detaliczne, choć niewątpliwie jest ona zauważalnie mniejsza niż na przełomie ubiegłego i bieżącego roku.

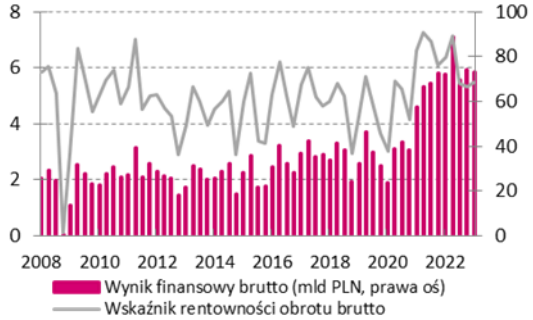
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

PKB w Polsce - Pogorszenie koniunktury w otoczeniu zewnętrznym będzie spowalniać odbudowę polskiej gospodarki w II poł. 2023r. Nieco lepsze perspektywy inwestycji pomimo dekoniunktury w budownictwie mieszkaniowym

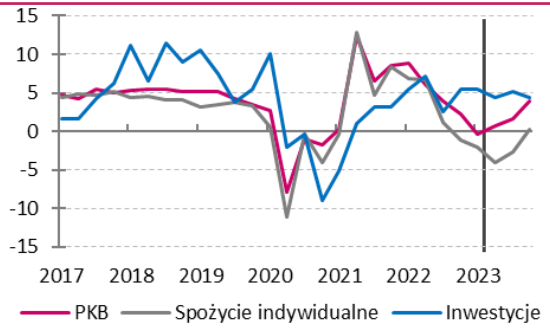
Indeks PMI dla sektora przemysłu w wybranych krajach i jego zmiana względem marca 2023



Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych (firmy duże i średnie)



PKB i jego główne komponenty (% r/r)



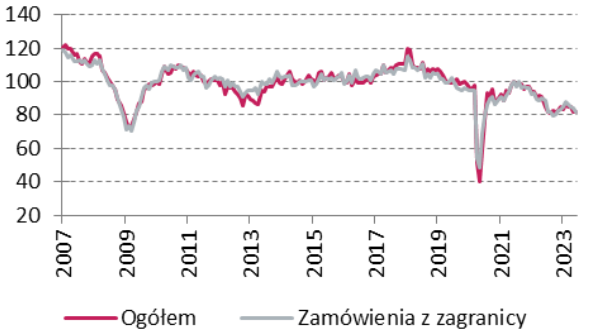
- Czynnikiem ograniczającym tempo i skalę odbudowy gospodarki w kolejnych kwartałach będzie pogorszenie koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych, szczególnie w sektorze przemysłowym. Indeks PMI dla przemysłu Niemiec spadł w czerwcu do 41,0 pkt., tj. poziomu najniższego od lockdownu w 2020 r. Już teraz znajduje to odzwierciedlenie w wyhamowaniu wzrostu nowych zamówień eksportowych. Dobrze zdywersyfikowana struktura geograficzna i towarowa wymiany handlowej daje jednak szanse na złagodzenie negatywnego wpływu globalnej dekoniunktury na popyt na polski eksport. Niemniej otoczenie zewnętrzne będzie mniej korzystne dla polskiej gospodarki niż oczekiwania wyrażone w poprzednim raporcie kwartalnym.
- Nieco lepiej powinny wyglądać inwestycje w środki trwałe. Pomimo wysokiej niepewności co do perspektyw otoczenia makroekonomicznego przedsiębiorstwa, szczególnie duże i średnie nie wstrzymały aktywności inwestycyjnej. Kontynuacji nakładów inwestycyjnych sprzyja niewątpliwie ich relatywnie dobra sytuacja finansowa, wciąż relatywnie wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, a także napływ inwestycji bezpośrednich. Czynnikiem, który coraz wyraźniej może wspierać aktywność inwestycyjna są nakłady na transformację energetyczną i odnawialne źródła energii. Na nieco lepszy obraz perspektyw inwestycji wskazują wyniki badań koniunktury, z których wynika nieznaczny wzrost odsetka firm, które planują rozpocząć inwestycje. Wciąż utrzymuje się on na relatywnie niskim poziomie, więc trudno liczyć na wyraźną poprawę w tym zakresie. Czynnikiem ograniczającym skalę wzrostu inwestycji w środki trwałe będzie utrzymująca się dekoniunktura na rynku budownictwa mieszkaniowego.
- Dane wysokiej częstotliwości za kwiecień i maj sugerują, iż w 2Q gospodarka zapewne skurczy się względem poprzedniego kwartału, na co wpływ będzie miał spadek spożycia rządowego, po jego silnym wzroście w 1Q, a także dalszy spadek spożycia indywidualnego. Roczna dynamika PKB w 2Q powinna być zbliżona do zera (-0,1% r/r), choć utrzymanie negatywnych trendów w konsumpcji przesuwa ryzyka w kierunku słabszego wyniku. Perspektywy polskiej gospodarki na cały 2023 r. nie uległy istotnym zmianom w stosunku do poprzedniego raportu. Wyniki pierwszego kwartału okazały się co prawda lepsze od oczekiwań, jednak pogorszenie w globalnym przemyśle, a także bardziej uporczywa inflacja będą ograniczały skalę odbudowy wzrostu w kolejnych kwartałach. W rezultacie tylko nieznacznie zrewidowaliśmy prognozę wzrostu gospodarczego do 0,9% w tym roku z 0,7% prognozowanych dotychczas.

Źródło: Macrobond, Bank Millennium

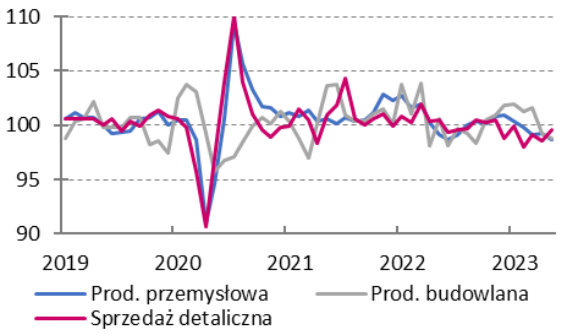
PKB w Polsce - dane wysokiej częstotliwości

Ogólny syntetyczny wskaźnik koniunktury (sa, średnia wieloletnia=100)

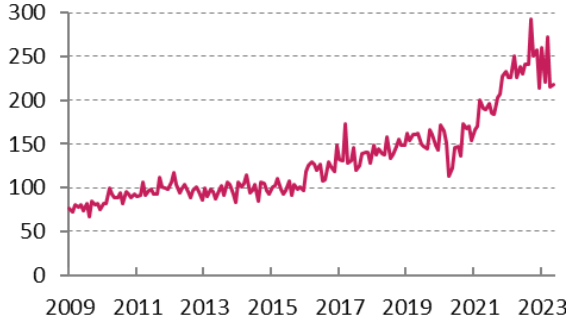
Wskaźniki bieżących zamówień w przemyśle (sa, średnia wieloletnia=100)



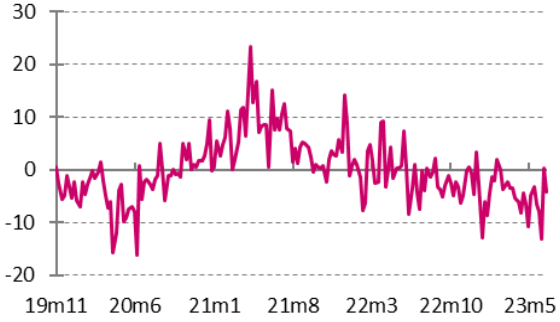
Produkcja przemysłowa, budowlano-montażowa oraz sprzedaż detaliczna (3 MMA)



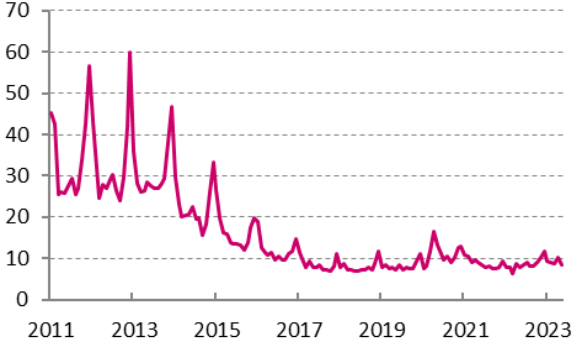
Liczba noworozpoczętych budów mieszkań (tys.)



Zużycie energii elektrycznej (% r/r)



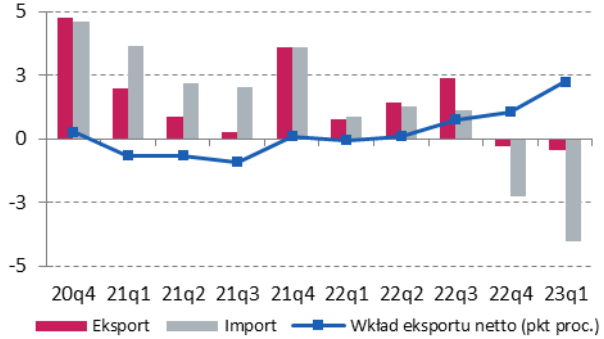
Liczba ofert pracy na jednego bezrobotnego



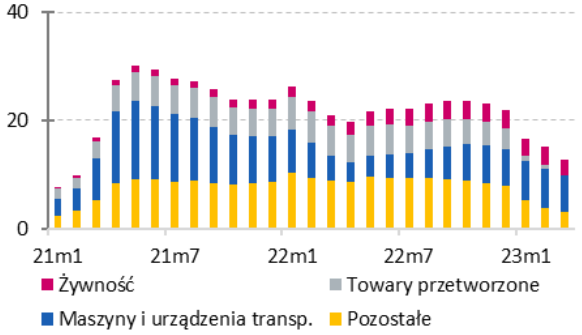
Źródło: Macrobond, Refinitiv Datastream

Wymiana handlowa z zagranicą - Potencjał do szybkiego wzrostu polskiego eksportu w krótkim okresie wyczerpuje się

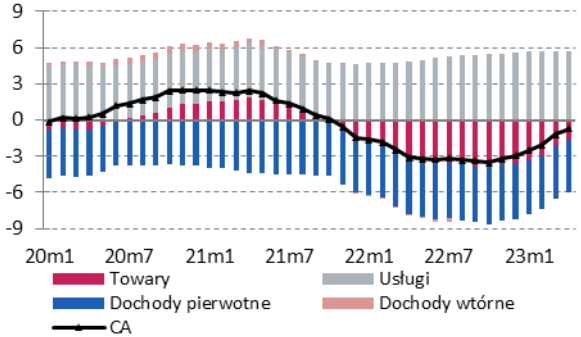
Eksport i import oraz wkład eksportu netto do dynamiki PKB (% kw/kw, sa, ceny stałe)



Eksport Polski według klasyfikacji SITC (ceny bieżące, r/r, pkt proc.)



Rachunek obrotów bieżących (% PKB)

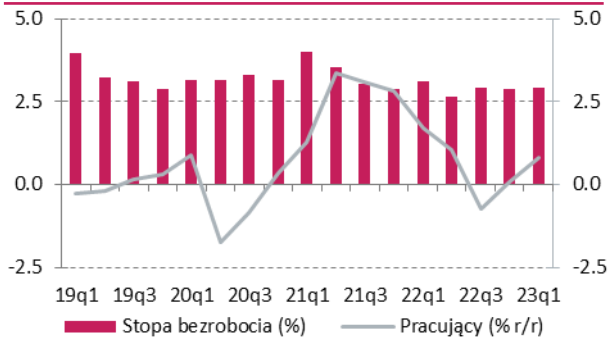


- W 1Q 2023 eksport towarów i usług według rachunków narodowych obniżył się o 0,3% kw/kw, co jest drugim z rzędu spadkiem. Popyt ze strony najważniejszych partnerów handlowych hamowany był przez wysoką inflację, rosnące stopy procentowe i przekierowanie wydatków gospodarstw domowych w kierunku usług. Import także ponownie się obniżył – aczkolwiek aż o 4,0% kw/kw i miał szeroki zakres. Dotyczył bowiem zarówno towarów konsumpcyjnych, jak i dóbr kapitałowych oraz pośrednich, tj. wykorzystywanych w dalszych etapach produkcji. W wyniku tych zmian saldo obrotów handlowych z zagranicą podnosiło kwartalną dynamikę PKB w 1Q 2023 aż o 2,3 pkt proc. Warto zauważyć, że obecnie eksport korzysta z nadrabiania zaległości po pandemii i udrożnieniu łańcuchów dostaw w przemyśle motoryzacyjnym, co jednak zapewne będzie stopniowo zanikać. Częściowa odporność eksportu oraz obniżające się ceny importowanych surowców napędzały w 2023 r. poprawę całości salda obrotów bieżących, które w kwietniu w ujęciu sumy rocznej wyniosło -0,7% PKB wobec -3,0% PKB na koniec ub. roku, co stanowiło bardzo pozytywną niespodziankę względem naszych oczekiwań sprzed trzech miesięcy.
- Dane oraz informacje, które napłynęły od naszego ostatniego raportu kwartalnego wskazują, że eksport netto będzie silniej wspierał wzrost PKB w 2023 r. niż zakładaliśmy trzy miesiące temu. Wynika to z lepszego odczytu za 1Q 2023, a także rewizji w dół prognozy importu w całym 2023 r. Natomiast w przypadku 2024 r. spodziewamy się, że saldo obrotów handlowych z zagranicą będzie miało mniej pozytywny wpływ na PKB niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie. Za rewizją tą przemawiają przede wszystkim gorsze pespektywy dla światowego przemysłu związane m.in. z wyższymi stopami procentowymi w obecnym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w gospodarkach rozwiniętych. W przypadku salda obrotów bieżących także nasza prognoza na 2023 r. jest wyższa niż w poprzedniej rundzie prognoz. Obecnie zakładamy, że deficyt rachunku C/A wyniesie 0,6% PKB na koniec 2023, po czym, według nas, pogłębi się do 1,0% PKB na koniec 2024 r. Krajowi eksporterzy wykorzystali ożywienie w handlu międzynarodowym, jednak potencjał do dalszego dynamicznego wzrostu w krótkim okresie wyczerpuje się. Podtrzymujemy ocenę, że szansą dla polskiego eksportu, aczkolwiek w dłuższej perspektywie, są tendencje near-shoringu w światowym handlu i spowolnienia globalizacji. Atrakcyjność Polski jako miejsce inwestycji potwierdzają plany firmy Inter uruchomienia zakładu produkcji i testowania półprzewodników o wartości 4,6 mld USD (największa inwestycja greenfield w polskiej historii).

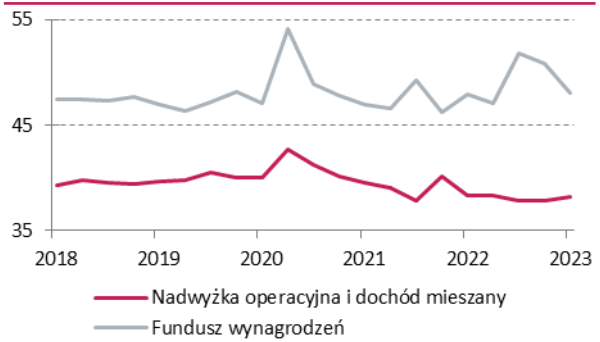
Źródło: GUS, Macrobond, NBP, SITC – Standardowa klasyfikacja handlu międzynarodowego

Rynek pracy - Koszty pracy będą stanowiły coraz większe wyzwanie dla niektórych firm

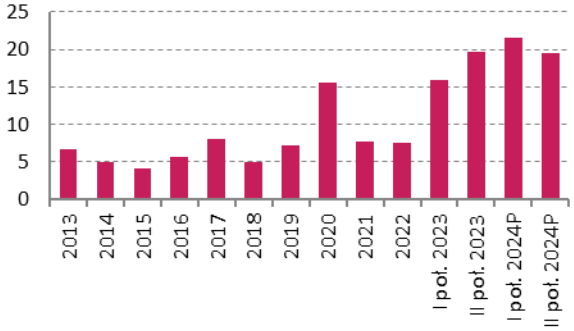
Stopa bezrobocia i pracujący wg BAEL



Nadwyżka operacyjna i dochód mieszany oraz fundusz wynagrodzeń wg ESA 2010 (%PKB)



Dynamika płacy minimalnej (% r/r)



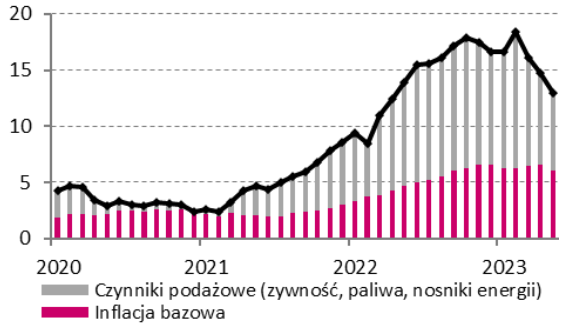
- W 1Q 2023 liczba pracujących według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności wzrosła o 0,8% r/r do 16,9 mln, tj. najwyższej wartości w historii dostępnych danych. Stopa bezrobocia pozostała natomiast na poziomie 2,9%, jednym z najniższych w Unii Europejskiej. Należy odnotować również, że w 1Q 2023 najwyższy w historii danych okazał się współczynnik aktywności zawodowej, który wzrósł do 58,4% z 58,2% kwartał wcześniej. Wzrost liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu i maju wynoszący średnio 0,4% r/r oraz spadek stopy bezrobocia rejestrowanego (po odsezonowaniu) w maju do 5,1% z 5,2% na koniec 1Q 2023 wskakują na kontynuację dobrej sytuacji na rynku pracy także w 2Q 2023. W środowisku wysokiej inflacji i niskiego bezrobocia wzrost przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia przyspieszył w 1Q 2023 do 14,3% r/r, a więc był najszybszy w tym tysiącleciu. Dane za kwiecień i maj z sektora przedsiębiorstw potwierdzają dalszy szybki wzrost płac w 2Q 2023. Nie jest on już jednak aż tak silny jak w poprzednich kwartałach, co wiążemy już z nieco mniejszym popytem na pracę (liczba wolnych miejsc pracy na koniec 1Q 2023 była r/r niższa o 27,6%).

- Niemiej rynek pracy jest bardziej odporny na osłabienie koniunktury niż zakładaliśmy kwartał temu. Obniżamy zatem naszą prognozę stopy bezrobocia rejestrowanego na koniec 2023 r. do 5,2% z 5,6%. Wobec tej zmiany oraz nowych danych podwyższamy natomiast naszą prognozę wzrostu przeciętnej płacy w 2023 r. do 12,6% r/r z 11,5% r/r spodziewanego w marcu. Szybki wzrost płac i niskie bezrobocie utrzymują się, gdyż w warunkach wysokiej inflacji i ograniczonego ubytku popytu firmy są w stanie przenosić koszty pracy na ceny dla swoich odbiorców. Warto zwrócić uwagę, że udział wynagrodzeń w PKB w 1Q 2023 co prawda wzrósł do 38,2% z 37,9% kwartał wcześniej, aczkolwiek jest nadal niższy od średniej wieloletniej. Sytuacja na rynku pracy jest w części efektem polityki gospodarczej nakierowanej na niskie bezrobocie. Wiąże się ono jednak z inflacją, która ma skutki majątkowe - wpływa na spadek wartości zgromadzonych oszczędności, wzrost wartości niektórych aktywów, np. nieruchomości i utrzymuje ponadprzeciętną rentowność firm. W czerwcu br. rząd poinformował o planach m.in. podwyższenia płacy minimalnej w 2024 r. aż o ponad 20% r/r, a więc w skali nienotowanej w ostatnim dwudziestoleciu. O ile wobec wysokiej inflacji i niezłego popytu firmy miały możliwość w ostatnich kwartałach przeniesienia kosztów w ceny to skala postulowanej podwyżki budzi już większe obawy o wzrost bezrobocia, zwłaszcza w mniejszych firmach. Jest to jeden z argumentów za naszą prognozą wzrostu bezrobocia w 2024 r. do 5,4% (z 5,2% na koniec 2023 r.) i utrzymania wysokiej dynamiki płac w całej gospodarce wynoszącej 9,2% r/r.

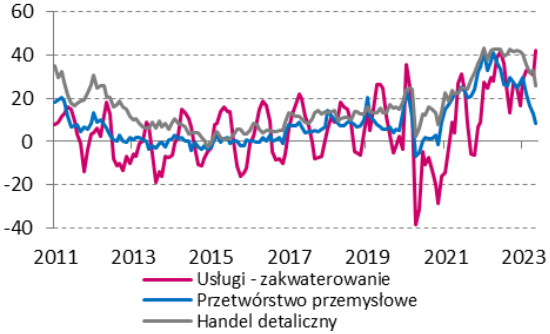
Źródło: Macrobond, KPRM, ESA 2010 – Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych

Inflacja - Dezinflacja napędzana silniejszymi spadkami cen surowców energetycznych. Powrót inflacji do celu banku centralnego pozostaje odległą perspektywą.

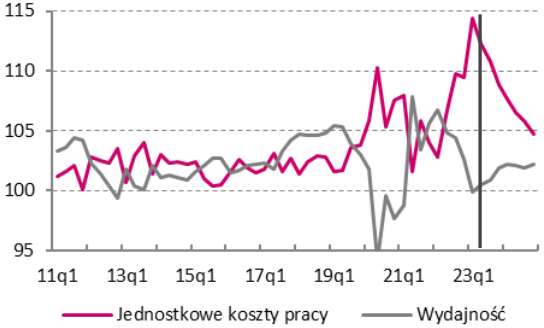
Inflacja CPI i jej struktura (% r/r)



Indeksy cen w badaniach koniunktury GUS (pkt)



Dynamika wydajności pracy i jednostkowych kosztów pracy (% r/r)



- Inflacja mierzona wskaźnikiem CPI oddala się od szczytu nieco szybciej niż oczekiwaliśmy w poprzednim raporcie, głównie ze względu na silniejsze ustępowanie szoków na rynku paliw i surowców energetycznych. W maju wskaźnik CPI był o 5,4 pkt. proc. poniżej szczytu z lutego br. Wkład cen paliw i nośników energii do rocznego wskaźnika CPI obniżył się z 5,7 pkt. proc. w lutym do nieco poniżej 2 pkt. proc. w maju. Bardziej uporczywa jest natomiast inflacja bazowa, która w maju wyniosła 11,5% r/r, obniżając się o zaledwie 0,8 pkt. proc. względem szczytu z marca br. Maj przyniósł pozytywną niespodziankę inflacyjną, w tym także spadek inflacji bazowej, jednak zniżki części cen (np. ceny biletów lotniczych) mają zapewne charakter jednorazowy, a dezinflacja widoczna jest przede wszystkim w komponentach surowcowych. Presja cenowa w dalszym jednak ciągu ma szeroki zakres, a najwyraźniej widoczna jest w wysokiej inflacji cen usług.
- Dezinflacja pozostaje bazowym scenariuszem na kolejne kwartały. Zmniejszeniu napięć inflacyjnych sprzyja otoczenie zewnętrzne (deflacja cen producenta w Chinach), sytuacja na rynkach surowców, spadek cen frachtu oraz rozładowanie napięć w łańcuchach dostaw, co przekłada się na wyraźną zniżkę cen produkcji sprzedanej przemysłu. Wskaźnik PPI obniżył się w maju do 3,1% r/r, najniżej od lutego 2021. Na wyraźne obniżenie presji kosztowej na poziomie producentów wskazują też wyniki badania PMI, gdzie komponent kosztów produkcji obniżył się poniżej neutralnej wartości 50 pkt. sugerując spadki kosztów.
- O ile kolejne miesiące przyniosą kontynuację dezinflacji i dość szybkie zejście wskaźnika CPI do poziomów jednocyfrowych (zapewne we wrześniu br.), to osiągnięcie celu inflacyjnego pozostaje odległą perspektywą. Niskie bezrobocie, rosnące koszty pracy, perspektywa odbudowy konsumpcji prywatnej w wyniku poprawy dochodów rozporządzalnych, wsparta ekspansywną polityką fiskalną będą utrwalały lepkość inflacji bazowej, szczególnie cen usług. Komponent spodziewanych cen w badaniach koniunktury oddalił się od szczytów, wciąż pozostaje na podwyższonych poziomach, szczególnie w części sektora usług. Czynnikami niepewności dla procesów inflacyjnych w kolejnych kwartałach są niekorzystne warunki pogodowe (ryzyko wzrostu cen żywności), prawdopodobne nasilenie ekspansji fiskalnej, bardziej uporczywa presja płacowa w warunkach niskiego bezrobocia (szczególnie w kontekście zapowiedzianego znacznego wzrostu płacy minimalnej), a także polityka nowego rządu w zakresie cen nośników energii i innych cen regulowanych. W naszej ocenie bilans czynników ryzyka dla ścieżki inflacji skierowany jest w górę.

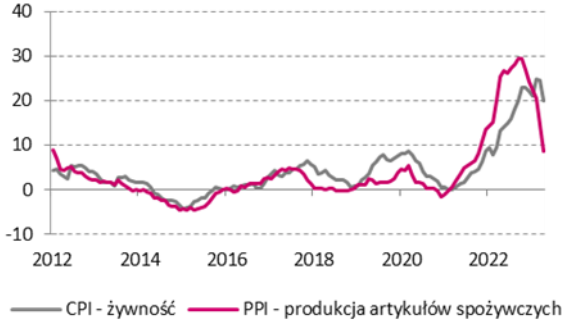
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Inflacja w Polsce - w wykresach

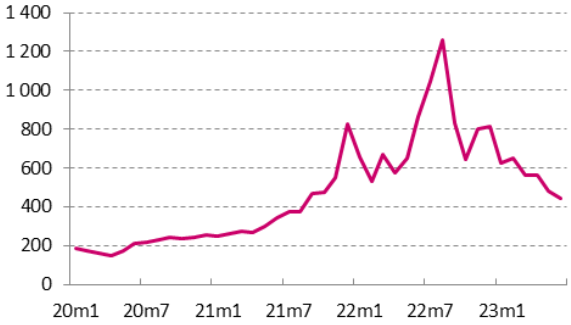
Heatmapa procesów inflacyjnych w Polsce

	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
Inflacja CPI m/m (3mma)	101.3	100.8	101.6	101.7	102.3	101.7	101.2	100.9	101.0	101.4	101.4	100.9	101.1	101.3	101.6	101.0	100.6
Ceny usług (3mma)	101.0	101.3	101.4	101.2	101.0	101.1	101.1	101.0	101.1	100.9	100.9	100.7	100.9	101.3	101.2	101.3	100.7
Inflacja bazowa netto m/m (3mma)	100.6	100.8	101.0	101.1	101.1	101.0	100.7	100.7	100.9	101.1	101.0	100.8	100.7	100.9	101.2	101.3	101.0
Inflacja bazowa bez cen adm. m/m (3mma)	101.0	100.6	101.4	101.8	102.6	102.0	101.4	101.0	101.0	101.4	101.4	100.9	100.6	100.8	101.2	101.1	100.7
Ceny towarów - bazowe m/m (3mma)	100.3	100.4	100.7	101.0	101.2	100.9	100.4	100.4	100.8	101.2	101.2	100.8	100.6	100.6	101.1	101.3	101.2
Ceny żywności m/m (3mma)	102.2	101.3	101.3	101.9	102.7	102.1	100.8	100.9	101.3	102.1	102.1	102.0	101.7	101.8	102.0	101.5	101.1
PPI ogółem m/m (3mma)	101.6	101.5	103.4	103.4	103.5	101.8	101.4	101.2	100.8	100.6	100.3	100.4	100.8	100.7	100.3	99.2	98.8
PPI przetwórstwo przem. m/m (3mma)	100.9	101.0	102.8	103.2	103.4	101.9	101.3	100.5	100.2	100.5	100.3	100.0	99.3	99.5	99.6	99.5	99.2
Ceny importu m/m (3mma)	102.1	101.7	102.7	103.0	102.6	101.1	100.4	100.9	101.4	101.7	101.4	99.4	98.7	97.5	98.7		
Ropa Brent w PLN m/m (3mma)	102.1	106.2	118.8	110.4	109.7	102.6	105.3	98.3	92.8	95.7	96.8	94.5	92.6	95.7	98.7	100.0	95.6
Ceny gazu naturalnego TTF, m/m (3mma)	101.0	102.6	108.7	109.3	105.7	94.1	120.4	137.4	123.7	84.5	85.0	99.6	105.8	87.7	74.4	88.6	84.8
Ceny energii elektrycznej w PLN m/m (3mma)	115.2	103.7	95.5	97.8	108.4	110.4	122.2	124.5	102.6	87.9	89.4	101.1	100.9	94.1	89.3	97.1	90.6
Indeks FAO m/m (3mma)	100.6	101.5	106.2	105.5	104.0	98.9	96.2	95.5	95.9	98.8	99.3	99.0	98.7	98.7	98.8	99.2	98.6
Indeks spodziewanych cen - handel det. (pkt) *	24.6	19.3	23.5	24.2	24.5	24.3	20.9	22.2	24.5	23.3	23.5	23.1	22.1	17.3	13.4	14.5	7.2
Indeks spodziewanych cen - przemysł (pkt) *	33.7	24.9	28.9	33.1	28.4	25.3	18.2	17.7	21.8	19.5	16.5	19.2	21.5	14.2	8.4	4.8	0.3

Dynamika cen żywności i cen produkcji artykułów żywnościowych (% r/r)



Ceny energii elektrycznej (PLN/ MWh)

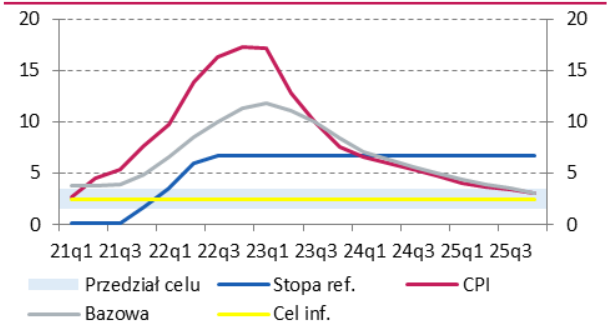


Ceny gazu naturalnego (Dutch TTF, EUR)

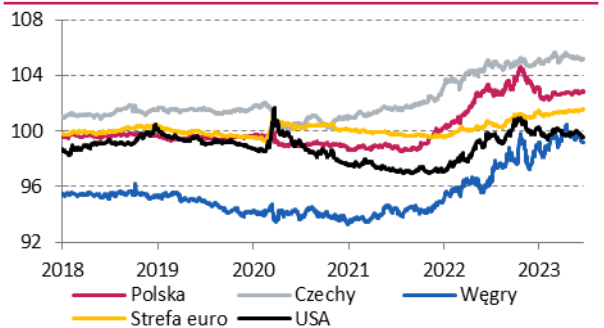
Źródło: Macrobond, Refinitiv Datastream
* Odchylenie od średniej wieloletniej

Polityka pieniężna - Retoryka członków RPP staje się łagodniejsza, aczkolwiek scenariusz makroekonomiczny nie uzasadnia szybkiego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce

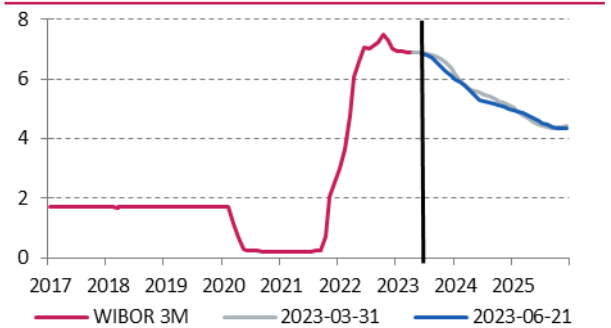
Stopa referencyjna (%), cel inflacyjny i prognozy z projekcji marcowej NBP (% r/r)



Wskaźnik warunków finansowych (pkt)



Oczekiwana przez rynki finansowe ścieżka WIBOR 3M (%)



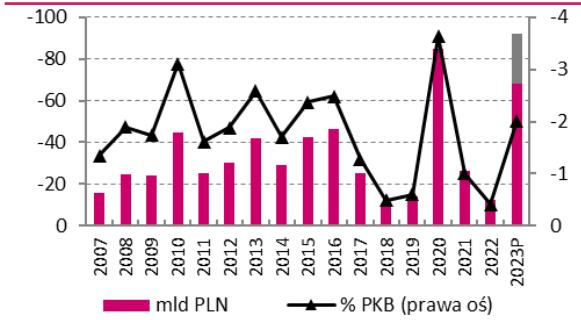
- W 2Q 2023 Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymywała nastawienie „wait-and-see", nie kończąc formalnie obecnego cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Stopa referencyjna pozostawała zatem na poziomie 6,75%. Jednak wobec obniżającej się inflacji w kraju i za granicą oraz solidnych spadków produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej część członków Rady złagodziła swoją retorykę, nasilając komunikację o możliwości obniżek stóp w Polsce już w tym roku. Jednocześnie rynki finansowe obniżyły względem marca br. wycenę poziomu stóp procentowych na koniec 2023 r. o 0,25 pkt proc. (obecnie ok. 6,00%). W naszej ocenie aktualny scenariusz makroekonomiczny nie uzasadnia szybkich obniżek stóp procentowych. Dane wskazują bowiem, że ścieżki CPI i inflacji bazowej w projekcji marcowej (zakładającej stały poziom stóp) pozostają aktualne. Według nich przedział celu inflacyjnego osiągnięty jest dopiero w II poł. 2025 r., a więc pod sam koniec horyzontu projekcji. Czynnikiem utrzymującym marcową projekcję wysokiej inflacji jest większa od przyjętej poprzednio skala luzowania fiskalnego w Polsce w latach 2023 i 2024, a także wyższe stopy procentowe za granicą. Jednocześnie rynek pracy okazuje się bardziej odporny na pogorszenie koniunktury, a rząd planuje silną podwyżkę od 2024 r. płacy minimalnej przekraczającą nominalnie 20% r/r. Co więcej, warunki finansowe w Polsce w ostatnich miesiącach nie uległy zmianom, a od lipca br. impuls ze strony stóp proc. będzie osłabiany przez preferencyjne warunki kredytów hipotecznych na pierwsze mieszkanie. Część członków Rady wskazywała natomiast, że złoty w ostatnich miesiącach umacnia się, co oddziałuje w kierunku obniżenia inflacji. Nasz scenariusz zakłada jednak, że umocnienie złotego w tym cyklu osiąga swój kres a kolejne kwartały przyniosą deprecjację, głównie poprzez kanał wyższej premii za ryzyko związanej z polityką fiskalną, niepewnością geopolityczną oraz zadłużeniem publicznym.

- Zakładamy, że rok 2024 przyniesie początek obniżek stóp procentowych w Polsce. Spodziewamy się bowiem utrzymania łagodnego nastawienia RPP, która wyraźnie komunikuje nacisk na aktywność gospodarczą i utrzymanie niskiego bezrobocia. Retoryka ta kontrastuje z działaniami banków centralnych w krajach rozwiniętych, które pozostają jastrzębie. Zaznaczamy jednak, że nasze oczekiwania dotyczące stabilnych stóp procentowych w 2023 r. i pierwszych obniżek w 2024 r. obarczone są znaczącą niepewnością. Nie wykluczamy, że wobec spadku inflacji do jednocyfrowych poziomów może znaleźć się większość w Radzie do decyzji o obniżce stóp jeszcze przed (wrzesień, październik br.) wyborami parlamentarnymi w tym roku. Jednocześnie jednak, przy realizacji negatywnych czynników ryzyka Rada może być zmuszona do powrotu do podwyżek stóp procentowych. Scenariuszowi temu przypisujemy jednak niewielkie prawdopodobieństwo.

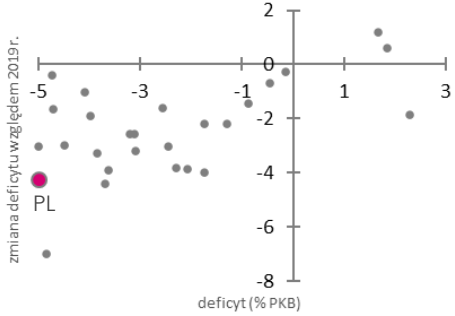
Źródło: Bloomberg, Macrobond, NBP, Refinitiv Datastream

Polityka fiskalna - Realizuje się zakładany silny wzrost deficytu sektora budżetu państwa. Rażące pogorszenie przejrzystości sektora finansów publicznych.

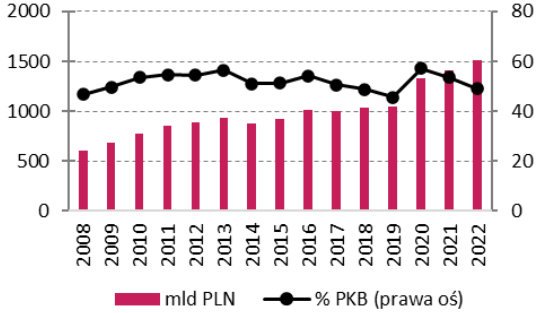
Saldo budżetu centralnego (mld PLN, % PKB)



Deficyt sektora general government w 2023 r. i jego zmiana względem 2019 r. (% PKB)



Dług sektora general government (mld PLN, % PKB)



- Po pierwszych pięciu miesiącach tego roku budżet państwa zamknął się deficytem 20,8 mld PLN. Ponieważ miesięczne dane o realizacji budżetu podlegają silnym wahaniom, bardziej miarodajnym miernikiem jego kondycji jest skumulowane saldo w ostatnich 12 m-cach. Tak ujęty wynik budżetu wykazał po maju deficyt 45,5 mld PLN wobec 23,7 mld PLN w analogicznym okresie ub. roku. Warto też dodać, że to gorszy wynik niż po maju 2020, kiedy gospodarka borykała się ze skutkami pandemii. Pogorszenie sytuacji fiskalnej postępuje, pomimo wysokiej inflacji, wspierającej co do zasady realizację dochodów podatkowych. Niemniej obniżka stawek niektórych podatków w ramach działań antyinflacyjnych, a także spadek konsumpcji, doprowadziły do ubytków po stronie dochodowej, szczególne w zakresie podatków pośrednich (wzrost nominalny o zaledwie 5,0% r/r po maju). Jednocześnie strona wydatkowa jest pod wpływem rosnących dotacji do FUS i KRUS, a także rosnących kosztów obsługi długu publicznego. W czerwcu przyjęta została nowelizacja budżetu, która powiększa deficyt o 24 mld PLN do 92 mld PLN. Ponownie zwracamy uwagę, że budżet państwa odzwierciedla coraz mniejszą część sektora finansów publicznych. Bardzo wyraźnie było to widać w danych za ubiegły rok, kiedy budżet państwa zamknął się deficytem 12,4 mld PLN (0,4% PKB), a deficyt sektora general government wyniósł 3,7% PKB. Oznacza to, ze ponad 100 mld PLN deficytu zostało wygenerowane poza budżetem państwa. Na drastyczne pogorszenie przejrzystości finansów publicznych uwagę zwrócił NIK, który negatywnie ocenił wykonanie ubiegłorocznej ustawy budżetowej.

- Perspektywy sektora finansów publicznych na dalszą część tego roku nie są korzystne. Obniżenie dynamiki PKB i spadająca się inflacja będą przekładały się na cykliczne wyhamowanie dochodów z podatków pośrednich. Niskie bezrobocie i wysoka dynamika płac, w połączeniu z dobrymi wynikami finansowymi firm będą jednak wspierały wpływy z podatków dochodowych. Strona wydatkowa będzie natomiast znajdowała się pod wpływem wydatków społecznych (zamrożenie cen energii, indeksacje świadczeń) i militarnych. W efekcie szacujemy, że deficyt sektora general government wzrośnie w 2023 r. do 5,2% PKB. Czynnikiem niepewności dla kondycji sektora finansów publicznych w 2024 r. są nadchodzące wybory parlamentarne, które wiążą się z rosnącą skalą propozycji fiskalnych. Niezależnie od strony sceny politycznej i wygrywającego ugrupowania liczyć się należy ze wzrostem transferów o charakterze społecznym, wspierających dochody gosp. domowych. Utrudni to opanowanie napięć inflacyjnych i odsunie zapewne datę powrotu inflacji do celu NBP. Zakładamy też, że wycofane działań osłonowych (powrót stawki VAT na żywność do wyjściowego poziomu) poprawi wpływy podatkowe. W rezultacie deficyt sektora finansów publicznych w roku 2024 powinien się poprawić względem 2023.

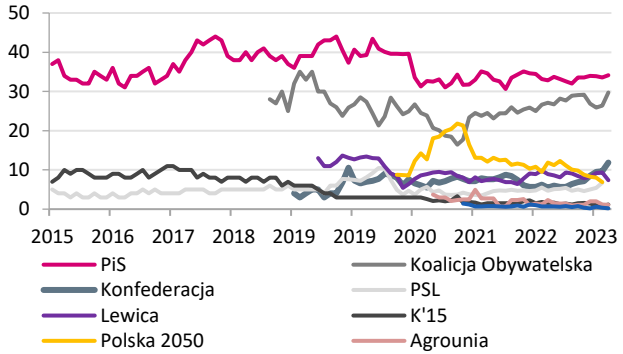
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Wybory parlamentarne 2023 - Jesienne wybory katalizatorem impulsu fiskalnego

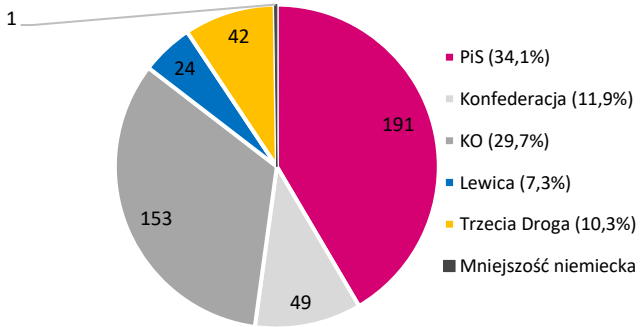
Podsumowanie wybranych obietnic wyborczych największych partii politycznych i ich szacunkowy koszt

Partia:	Propozycja:	Szacunkowy koszt (mld PLN):
PiS	800+ (od 2024)	25,1
	Darmowe leki dla dzieci, młodzieży oraz osób w wieku 65-75 lat (płaci NFZ)	0
	Bezpłatne autostrady	0,2
	Bezpieczny Kredyt 2%	0,9
KO	800+ (koszt od 06.2023-2024)	39,7
	Podwojenie kwoty wolnej od podatku	45
	"Babciowe"	8,7
	Bezpieczny Kredyt 0%	1,2
	Dopłaty do najmu mieszkania i kredytów remontowych	6,7
	Finansowanie absencji chorobowej przez ZUS (mikrofirmy)	1,5
Lewica	Wzrost pensji w budżetówce (o 20%) Budowa szpitali i żłobków/przedszkoli Inwestycje w OZE	30
Trzecia Droga	Brak podwyżek PIT, CIT i VAT przez trzy lata Zielona transformacja Zmiana zasad naliczania składki zdrowotnej	
Konfederacja	Zwiększenie kwoty wolnej od podatku (12x pensja minimalna) Zmniejszenie podatków zawartych w cenie paliwa Likwidacja wybranych podatków "Prąd bez VAT" Brak wydawania środków na programy socjalne (500+, dodatkowe emerytury)	20

Sondaże wyborcze partii politycznych w Polsce (%)



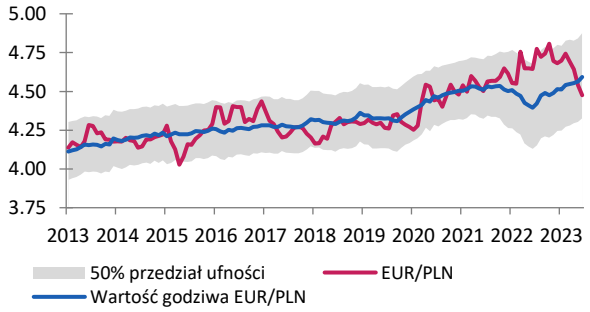
Symulacja podziału mandatów do Sejmu w najbliższych wyborach



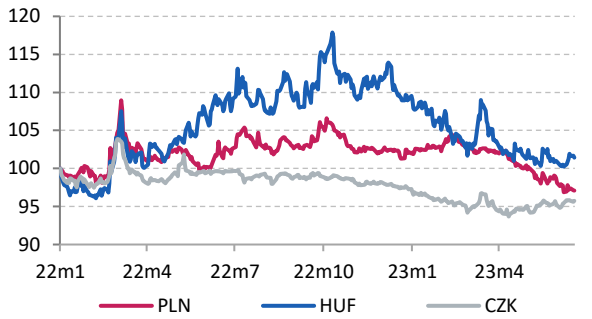
Źródło: Macrobond, NBP, ewybory.eu

Rynki finansowe EUR/PLN - W naszej ocenie zmaterializowały się główne czynniki mogące wspierać polską walutę, stąd obecnie liczymy się z możliwością przeceny złotego

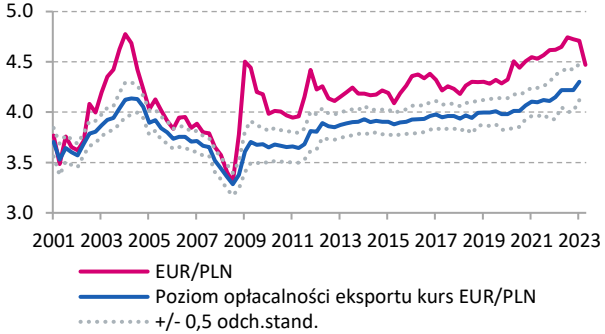
Kurs EUR/PLN i jego wartość godziwa według modelu ekonometrycznego Banku Millennium



Zmiana walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej do EUR (01.01.2022=100)



Rynkowy kurs EUR/PLN i progowy kurs opłacalności eksportu



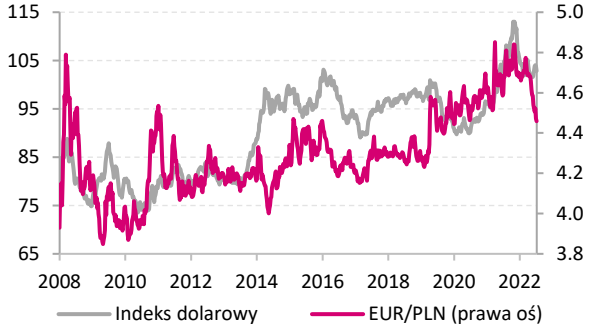
- Od połowy kwietnia złoty znajduje się w trendzie umocnienia. Mimo, iż kierunek zmian nie stanowi dla nas niespodzianki, to tempo uznajemy za zaskakujące. Warto wspomnieć, że od ponad dwóch miesięcy złoty jest jedną z najlepiej radzących sobie do euro walut spośród całego koszyka emerging markets. Aprecjacja zbiegła się m.in. z wyznaczeniem przez eurodolara tegorocznego maksimum jako reakcja na globalną poprawę apetytu na ryzyko pod wpływem lepszych od oczekiwań wyników gospodarczych w Europie Zachodniej. Wsparcie stanowiły także czynniki krajowe (pozwalające na mocniejsze niż w przypadku innych walut aprecjację). Mamy tu na myśli przede wszystkim pozytywne niespodzianki w danych o bilansie obrotów bieżących, płytsze od pierwotnych obaw spowolnienie gospodarcze w Polsce, wykasowanie części oczekiwań zakładających obniżkę stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej w tym roku, czy możliwe działania Banku Gospodarstwa Krajowego na rynku walutowym. W naszym poprzednim raporcie wskazywaliśmy właśnie te czynniki jako główne determinanty zmian dla złotego. Niewątpliwym argumentem za umocnieniem złotego – jako waluty przyfrontowej - był także spadek ryzyka geopolitycznego, w tym najnowszy czynnik, tj. ukraińska ofensywa i pierwsze spekulacje na temat możliwych rozmów pokojowych pomiędzy stronami konfliktu. W rezultacie kurs EUR/PLN obniżył się do poziomu 4,43 tj. minimum z końca grudnia 2020 roku (okres przedpandemiczny). W ten sposób złoty w przyspieszonym tempie odrobił okres intensywnej przeceny wywołanej pandemią, a następnie wojną na Ukrainie, z którym inne waluty regionu (CZK lub HUF) uporały się wcześniej.

- W naszej ocenie zmaterializowały się główne czynniki mogące wspierać polską walutę, stąd obecnie o kontynuację umocnienia będzie coraz trudniej. Szczególnie, że model Banku Millennium wartości godziwej EUR/PLN objaśniany m.in. przez relatywną względem strefy euro konkurencyjność cenową i produktywność polskiej gospodarki, a także oczekiwane stopy procentowe i podaż pieniądza po raz pierwszy od niemal dwóch lat wskazał na przewartościowanie złotego. Należy także zauważyć, iż bieżące umocnienie złotego sprawiło, iż kurs EUR/PLN jest obecnie tylko nieco powyżej podawanego przez Narodowy Bank Polski kursu opłacalności eksportu.

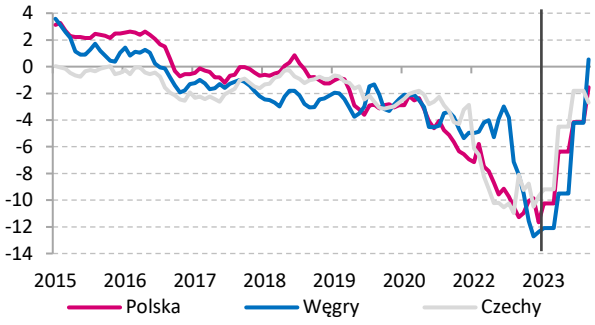
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream NBP, Bank Millennium

Rynki finansowe EUR/PLN - Zakres osłabienia złotego nie powinien być jednak znaczący

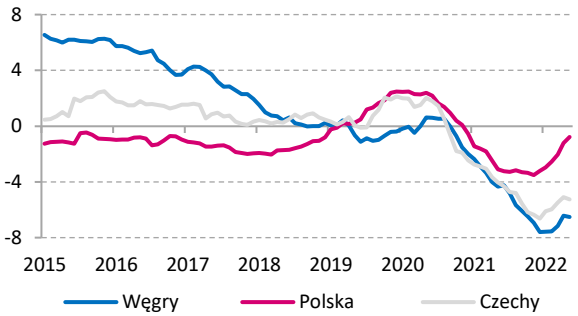
Notowania indeksu dolarowego oraz kursu EUR/PLN



Realne stopy procentowe w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej (%)



Rachunek obrotów bieżących w krajach regionu CEE (% PKB)

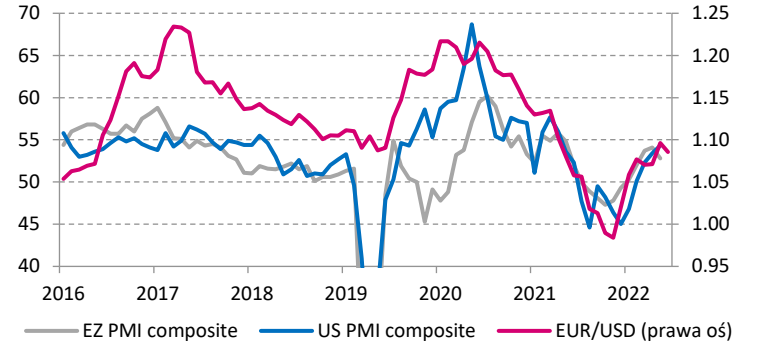


- W ostatnim czasie nasileniu uległy opisywane przez nas w poprzednim raporcie ryzyka dla polskiej waluty. Zaliczamy do nich przede wszystkim spowolnienie koniunktury jako konsekwencja agresywnego zacieśniania polityki pieniężnej na świecie (niedawne pogorszenie indeksów koniunktury w strefie euro). W przeszłości okresy wyhamowywania aktywności ekonomicznej sprzyjały dolarowi a negatywną presję wywierały na waluty rynków wschodzących. Nie bez znaczenia w drugiej połowie roku okazać się mogą także kolejne sygnały turbulencji na światowych rynkach surowcowych (wysoka zmienność rynku gazu ziemnego), co już pod koniec 2022 roku nasilało przecenę walut regionu (*risk aversion*). Lokalnie zaś obserwujemy chęć przedwczesnego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych przez RPP (potencjalne pogorszenie carry trade zwłaszcza na tle wciąż jastrzębich największych banków centralnych świata), czy możliwy silniejszy od początkowych oczekiwań wzrost napięć fiskalnych towarzyszący specyfice roku wyborczego.
- O ile zatem w krótkim terminie dostrzegamy możliwość ataku na poziom 4,40 tak w kolejnych miesiącach spodziewamy się niewielkiego ruchu wzrostowego pary EUR/PLN (4,50 na koniec roku). Tym bardziej, iż przestrzeń do wzrostu eurodolara historycznie sprzyjająca wycenie walut emerging markets uznajemy za ograniczoną, a ponadto, jak wspomnieliśmy na sile przybrać mogą ryzyka krajowe. Przed większą skalą przeceny chronić nas będą jednak wciąż relatywnie dobre perspektywy salda obrotów z zagranicą, czy dalszy napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski (najnowszy przykład fabryki Intela pod Wrocławiem tj. największej inwestycji typu greenfield w historii Polski). Krajowe perspektywy gospodarcze pozostają umiarkowanie korzystne, zwłaszcza na tle państw Europy Zachodniej, choć w ślad za trendami globalnymi obarczone ryzykiem. W drugiej połowie roku wiele zależeć będzie także od rozwoju sytuacji na Ukrainie, ale i notowań surowców przed okresem zimowym. Czynnik ryzyka geopolitycznego traktujemy jako główne źródło możliwej rynkowej zmienności w nadchodzących miesiącach.

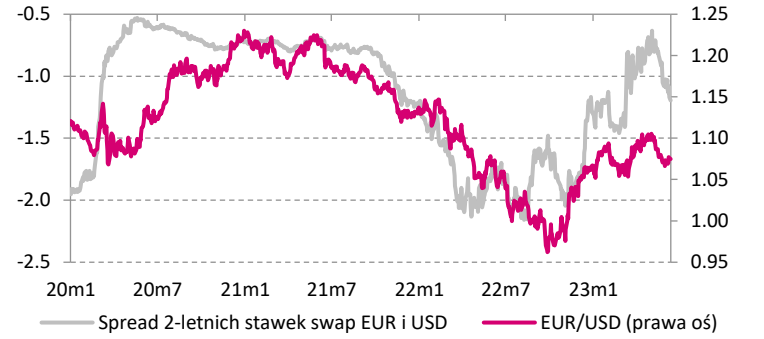
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Rynki finansowe EUR/USD - Wzrost kursu EUR/USD stopniowo powinien wytracać impet

Kurs EUR/USD i indeksy PMI composite w USA i EMU (pkt)



Kurs EUR/USD i różnica 2-letnich IRS w EUR i USD (%)



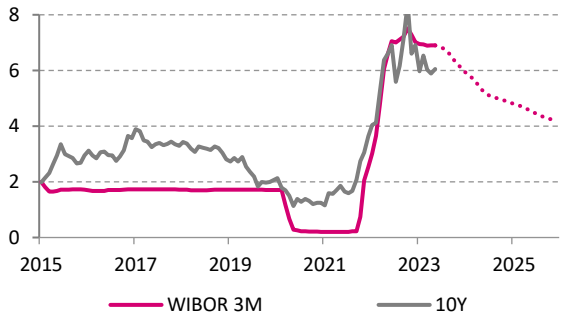
- W 2Q br. głównym źródłem zmienności eurodolara były ponownie przetasowania w rynkowych scenariuszach dotyczących docelowych poziomów stóp procentowych największych banków centralnych, ale i konsekwencje dotychczasowego zacieśniania polityki monetarnej dla sektora bankowego (upadłości niektórych instytucji finansowych w USA). W efekcie kurs EUR/USD nie zdołał trwale wybić się ponad poziom 1,11 i rozpoczął 4-centową korektę spadkową. Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się eurodolara w dalszej części roku nie ulegają istotnym zmianom. Uważamy, iż kurs EUR/USD na koniec roku wyniesie 1,12, co jednak w zestawieniu z bieżącymi poziomami oznacza już tylko niewielki potencjał do wzrostu. Zmieniają się bowiem argumenty determinujące kształtowanie się kursu EUR/USD. W naszej ocenie bliski finisz cyklu zacieśniania polityki monetarnej w USA i strefie euro sprawi, że uwaga inwestorów przeniesie się na odczyty indeksów koniunktury, tempa dezinflacji, czy „temperatury" rynku pracy interpretowane pod kątem timingu pierwszych obniżek stóp procentowych Fed i EBC. Te prawdopodobnie szybciej rozpocznie Rezerwa Federalna, co pogorszy nieco carry trade dolara na rzecz euro. Zanim jednak dojdzie do poluzowania monetarnego dotychczasowe agresywne podwyżki stóp procentowych w USA i strefie euro odcisną negatywne piętno na wynikach gospodarczych, co historycznie ograniczało przestrzeń do wzrostu kursu EUR/USD.

- Coraz mniejszym wsparciem dla wspólnej waluty będzie sytuacja geopolityczna (zdyskontowanie scenariusza ofensywy ukraińskiej), ale i surowcowa (po entuzjazmie i gwałtownym spadku cen w 1Q obawy dotyczące najbliższej zimy będą powodować negatywną presję). Wzorem ubiegłego roku szczególnie trudna sytuacja surowcowa może wystąpić w Europie (konieczność dalszej dywersyfikacji dostaw). Na horyzoncie pojawiają się zatem czynniki prodolarowe, które w naszej ocenie nie muszą prowadzić do automatyzmu w postaci spadków kursu EUR/USD, ale z pewnością ograniczą one potencjał do zwyżek eurodolara. Źródłem zmienności rynku eurodolara pozostaną ponadto sygnały z Chin. Po początkowym ożywieniu gospodarczym wynikających z porzucenia restrykcyjnej polityki zero-COVID ostatnie dane nie napawają optymizmem. W reakcji w czerwcu tamtejszy bank centralny zdecydował o cięciu stóp procentowych, a jak donosi agencja Bloomberg Chiny rozważają także szeroki pakiet stymulujący. Jego uruchomienie byłoby czynnikiem poprawiającym nastroje a tym samym wycenę euro.

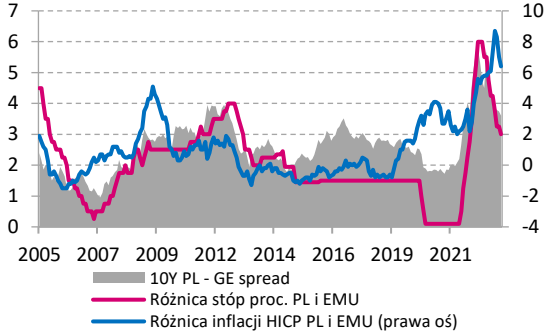
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Rynki finansowe obligacje krajowe - Perspektywy krajowej polityki pieniężnej głównym argumentem za stopniowym spadkiem dochodowości obligacji w 2023 roku

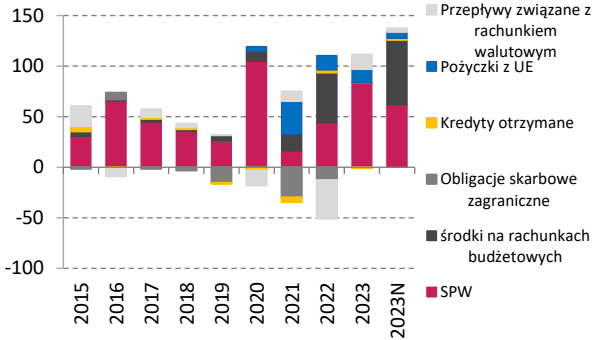
Rentowność polskiej 10-letniej obligacji skarbowej i WIBOR 3M (%)



Spread Bunda i polskiej 10-latki oraz różnice stóp proc. i inflacji (% r/r)między Polską a EMU (%)



Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto (mld PLN)



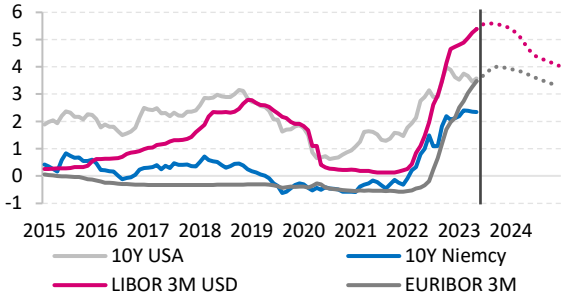
* N - Nowelizacja

- W 2Q br rentowność polskiego długu pozostawała relatywnie stabilna wzdłuż całej krzywej. W przypadku 10-latki dochodowość przez większość omawianego okresu poruszała się w przedziale 5,80-6,10%. Poza stosunkowo niewielką wrażliwością wyceny długu skarbowego na dane makro (istotnie nie zmieniały one bowiem rynkowego scenariusza stóp procentowych w Polsce) spokojem cechowały się także bazowe rynki długu.
- W kolejnych miesiącach zakładamy stopniowy spadek dochodowości polskich obligacji. W naszej ocenie nadrzędnym argumentem przemawiającym w średnim terminie za oczekiwaną zniżką dochodowości polskiego długu będą perspektywy polityki pieniężnej zarówno tej krajowej (choć mamy świadomość, iż ten czynnik jest już w dużym stopniu wyceniony), jak i zagranicznej. Jastrzębia narracja prezesów Fed i Europejskiego Banku Centralnego może nie być aktualna po wakacjach, gdy potwierdzą się sygnały spowolnienia gospodarczego, ale i tendencji dezinflacyjnych na rynkach rozwiniętych, a cykle podwyżek stóp zapewne zakończą się. Przeciwwagą dla zmian rentowności płynących ze średniookresowych perspektyw polityki pieniężnej będą jednak niektóre czynniki lokalne. Mimo oczekiwanego spadku deficytu sektora general government w 2024 roku (% PKB) mamy tu na myśli wciąż wysokie potrzeby pożyczkowe w projekcie przyszłorocznego budżetu (finał prac we wrześniu) obejmujące część z kosztownych obietnic wyborczych (np. waloryzacja świadczenia 500+). Co prawda czerwcowa nowelizacja budżetu na ten rok zwiększyła potrzeby netto o około 40 mld PLN do 150 mld PLN nie wywołując gwałtownej reakcji rynku, to głównie z uwagi na fakt, iż ich realizacja nastąpiła przede wszystkim poprzez użycie poduszki płynnościowej Ministerstwa Finansów (o około 60 mld więcej w stosunku do pierwotnego planu budżetu na ten rok). O takie przekierowanie środków będzie jednak trudniej w kolejnych latach z uwagi na bieżące uszczuplenie poduszki. Z tego powodu na historycznie wysokich poziomie utrzymać się będą stawki asset swap (miernikiem ryzyka fiskalnego). Podsumowując uważamy, iż o ile trend spadku dochodowości będzie w tym roku kontynuowany, to pozostanie on ograniczony. Za scenariusz bazowy przyjmujemy zniżkę rentowności 10-latki do 5,60% na koniec roku. W szczególności, iż kwestia momentu rozpoczęcia cyklu cięć stóp procentowych pozostaje niepewna (4Q 2023 w ocenie rynku wobec Q1 2024 w naszej prognozie), co potencjalnie może doprowadzić do czasowych zaburzeń w spadkowym trendzie dochodowości.

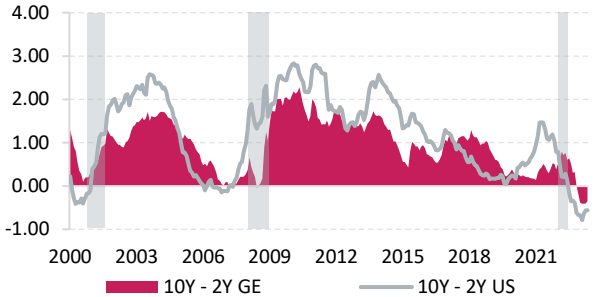
Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Rynki finansowe obligacje bazowe - Bliski finisz zacieśniania polityki pieniężnej podstawowym argumentem za zniżką dochodowości amerykańskiego długu w średnim terminie

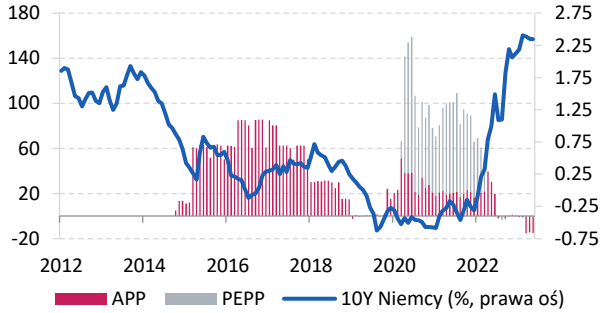
Notowania stawek LIBOR USD i EURIBOR oraz 10-letniego długu USA i Niemiec(%)



Nachylenie krzywej USA i Niemiec (%) na tle okresów recesji w gospodarce USA



Zakupy w ramach programów skupu aktywów EBC (mld EUR) i rentowność 10-latki niemieckiej



- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w 2Q 2023 rentowność niemieckiej 10-latki wzrosła w okolice 2,50% w ślad za wyceną coraz wyższego docelowego poziomu stóp procentowych w strefie euro. Tym bardziej, iż w omawianym okresie obserwowaliśmy spadek ryzyka geopolitycznego, który odbierał apetyt na tzw. bezpieczne przystanie. Zwyżka rentowności obserwowana była także w przypadku amerykańskich Treasuries, co było wynikiem m.in. przejściowych turbulencji tamtejszego sektora bankowego, uporczywie wysokiej inflacji, czy mocnego rynku pracy. W efekcie dochodowość 10-latki USA wzrosła do 3,80%, tj. tylko nieco silniej od naszej prognozy formułowanej w poprzednim raporcie.
- Uporczywość inflacji na świecie utrzymuje jastrzębie nastawienie największych banków centralnych. Jednocześnie rynki finansowe zdyskontowały najnowszą rundę jastrzębiej narracji po czerwcowych posiedzeniach banków centralnych w strefie euro i USA (zwłaszcza po posiedzeniu Fed i aktualizacji wykresu dot-plot). Z tego powodu trudno o istotne czynniki mogące sprzyjać kontynuacji wzrostu dochodowości. Co więcej, naszym zdaniem wraz ze spodziewanymi oznakami pogorszenia koniunktury na świecie dochodowość Bunda, ale i Treasuries przejdzie w łagodny trend spadkowy. Ponadto sygnały spowolnienia gospodarczego, bądź recesji – po stronie danych makroekonomicznych, ale i np. silnego odwrócenia krzywej dochodowości - zadecydują w średnim terminie o przejściu z trybu zacieśniania polityki monetarnej do jej łagodzenia. Z tego powodu większy potencjał do spadku rentowności dostrzegamy w przypadku długu USA, gdyż Fed może szybciej niż Europejski Bank Centralny, choć nadal w 2024 roku, rozpocząć cykl obniżek stóp procentowych, który dodatkowo będzie bardziej agresywny. W przypadku Bunda dodatkowym argumentem przemawiającym za bardziej łagodnym spadkiem dochodowości będzie postępujący proces redukcji bilansu EBC. Od lipca EBC przestanie bowiem reinwestować odsetki od zapadających obligacji w ramach programu APP, co zmniejszy nieco popyt na obligacje państw strefy euro. Ponadto w drugiej połowie roku zapadają obligacje o największej w historii programu APP wartości. Warto jednocześnie wspomnieć, iż historycznie trend przejścia ze wzrostu dochodowości do jej spadków odbywa się nieco wcześniej niż (planowane na jesień) osiągnięcie docelowej stopy procentowej EBC i Fed. Podsumowując po chwilowym okresie stabilizacji rentowność Bunda i Treasuries powinna stopniowo przesuwać się odpowiednio w stronę poziomu 2,25% i 3,25% na koniec 2023 r.

Źródło: Macrobond, Refinitiv DataStream

Powrót do spisu treści

Dane i prognozy

		2020	2021	2022	2023	2024	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	% r/r	-2.0	6.9	5.1	0.9	2.7	0.3	12.3	6.6	8.6	8.8	6.1	3.9	2.3	-0.3	-0.1	1.2	2.4
Popyt krajowy	% r/r	-2.7	8.5	5.1	-0.9	2.4	-0.6	12.6	9.6	12.2	10.8	7.2	3.1	0.6	-5.2	-2.4	0.8	2.9
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	-3.4	6.1	3.3	-0.5	2.0	-0.3	12.9	4.7	8.4	6.8	6.7	1.1	-1.1	-2.0	-2.6	0.2	1.9
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	-2.3	1.2	5.0	4.8	3.2	-5.1	1.0	3.2	3.1	5.4	7.1	2.5	5.4	5.5	4.6	5.2	4.3
Wkład eksportu netto	pkt proc.	0.6	-1.1	0.2	1.7	0.3	0.9	0.5	-2.4	-2.8	-1.4	-0.7	0.8	1.7	4.3	2.3	0.4	-0.5
Inflacja CPI *	% r/r	3.4	5.1	14.4	12.5	6.9	2.7	4.5	5.4	7.7	9.7	13.9	16.3	17.3	17.0	13.2	11.1	8.6
Inflacja bazowa *	% r/r	3.9	4.1	9.1	10.9	6.4	3.8	3.8	3.9	4.9	6.6	8.5	10.0	11.3	12.0	11.6	10.5	9.3
Ropa naftowa Brent *	USD	43.3	70.7	98.7	76.8	72.0	61.1	68.9	73.1	79.6	97.6	111.5	97.4	88.5	81.2	78.6	73.5	73.8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	6.8	5.8	5.2	5.2	5.4	6.9	6.4	6.1	5.8	5.8	5.2	5.1	5.2	5.4	5.0	5.0	5.2
Płace w gospodarce narodowej	% r/r	5.1	9.6	12.1	12.6	9.2	6.6	9.6	9.4	9.8	9.7	11.8	14.6	12.3	14.3	12.6	12.0	11.6
Saldo C/A	% PKB	2.5	-1.4	-3.0	-0.6	-1.0	2.3	1.6	0.4	-1.4	-2.5	-3.3	-3.4	-3.0	-1.2	-0.4	0.0	-0.7
Saldo sektora general government	% PKB	-6.9	-1.8	-3.7	-5.2	-4.6	-	-	-	-1.8	-	-	-	-3.7	-	-	-	5.2
Stopa referencyjna	%, k.o.	0.10	1.75	6.75	6.75	5.25	0.10	0.10	0.10	1.75	3.50	6.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
Stopa depozytowa	%, k.o.	0.00	1.25	6.25	6.25	4.75	0.00	0.00	0.00	1.25	3.00	5.50	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
WIBOR 1M	%, k.o.	0.20	2.23	6.93	6.81	5.28	0.18	0.18	0.18	2.23	4.12	6.59	7.11	6.93	6.84	6.86	6.82	6.81
WIBOR 3M	%, k.o.	0.21	2.54	7.02	6.85	5.30	0.21	0.21	0.23	2.54	4.77	7.05	7.21	7.02	6.89	6.90	6.85	6.85
WIBOR 6M	%, k.o.	0.25	2.84	7.14	6.65	5.20	0.25	0.25	0.31	2.84	5.05	7.35	7.41	7.14	6.95	6.95	6.85	6.65
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	0.02	3.39	6.77	5.70	4.75	0.06	0.43	0.77	3.39	5.57	7.60	7.41	6.77	6.11	5.85	5.80	5.70
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	1.30	3.64	6.92	5.60	4.60	1.57	1.65	2.08	3.64	5.23	6.92	7.13	6.92	6.03	5.80	5.75	5.60
EUR/PLN	k.o	4.58	4.58	4.69	4.50	4.40	4.64	4.52	4.60	4.58	4.64	4.70	4.84	4.69	4.68	4.45	4.48	4.50
USD/PLN	k.o	4.03	4.03	4.40	4.02	3.83	3.95	3.81	3.97	4.03	4.17	4.49	4.94	4.40	4.29	4.08	4.07	4.02
EUR/USD	k.o.	1.14	1.14	1.07	1.12	1.15	1.18	1.19	1.16	1.14	1.11	1.05	0.98	1.07	1.09	1.09	1.10	1.12
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.53	-0.57	2.13	3.75	3.00	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.46	-0.20	1.17	2.13	3.04	3.56	3.75	3.75
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0.25	0.21	4.77	5.50	3.50	0.19	0.15	0.13	0.21	0.96	2.29	3.75	4.77	5.19	5.53	5.55	5.50

Źródło: Macrobond, Bank Millennium
Szare pola – prognozy Banku Millennium, k.o. - koniec okresu; * - średnio w okresie, kursy walutowe - fixing NBP

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38
grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10
andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36
mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank"), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, w tym udzielonej w ramach doradztwa inwestycyjnego, podatkowego, prawnego; ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Została ona wydana wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, czy dokonywania transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nie stanowi ona analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Nie stanowi ona również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną", ani „rekomendacji inwestycyjnej" w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, ani „badania inwestycyjnego" w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy – w tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych. Informacje podane w analizie Banku nie uwzględniają indywidualnych okoliczności odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom. Niniejsza analiza nie powinna stanowić jedynej przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej przez odbiorcę. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do instrumentu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanej dokumentacji emisyjnej. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem straty, w tym całości wartości zainwestowanego kapitału, lub, w niektórych przypadkach, kwot przekraczających tę wartość. Fakty przedstawione w niniejszej analizie pochodzą oparte są na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne oraz na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte informacje nie były błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, jak również za jakiekolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Informacje zawarte w tej analizie są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Bank nie zobowiązuje się do ich aktualizowania. Bank nie udziela w odniesieniu do niniejszej analizy żadnych gwarancji, wyrażonych wprost ani dorozumianych, dotyczących jej przydatności do określonego celu. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych, indeksów lub wyników finansowych - nie stanowią one pewnego wskaźnika na przyszłość, w tym nawet co do podobnego zachowania instrumentów lub indeksów finansowych, gdyż wszelkie takie założenia są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędu. Prezentowane informacje, czy przykłady użyte w niniejszym materiale mogą opierać się na przyjęciu pewnych założeń, np. co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. Z uwagi na to, że przyjęte teoretyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste wyniki związane z instrumentami, indeksami lub wskaźnikami finansowymi mogą istotnie odbiegać od prezentowanych założeń co do okoliczności mogących mieć wpływ na ich poziomy. Wszelkie odniesienia dotyczące poziomu kursów walutowych, cen surowców lub innych wskaźników ekonomicznych, nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te wskaźniki bazowe. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000010186; NIP 5260212931; kapitał zakładowy 1 213 116 777 złotych, w pełni opłacony.